



**Susana Patrícia
Henriques Martins**

**Determinantes da Legibilidade e Compreensibilidade
dos Relatórios de Gestão de Risco: evidência nas
empresas cotadas Portuguesas**



**Susana Patrícia
Henriques Martins**

**Determinantes da Legibilidade e Compreensibilidade
dos Relatórios de Gestão de Risco: evidência nas
empresas cotadas Portuguesas**

Dissertação apresentada à Universidade de Aveiro para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Contabilidade Ramo Fiscalidade, realizada sob a orientação científica da Doutora Graça Maria do Carmo Azevedo, Professora Coordenadora no Instituto Superior da Universidade de Aveiro e coorientação de Jonas da Silva Oliveira, Professor Auxiliar no ISCTE Business School do ISCTE – Instituto Universitário de Lisboa.

Dedico este trabalho ao meu avô, que apesar de não poder presenciar, sei que haveria de estar muito feliz por ver concretizado o seu sonho.

o júri

Presidente

Professor Doutor João Francisco Carvalho de Sousa
Professor adjunto da Universidade de Aveiro

Arguente principal

Professora Doutora Catarina Judite Morais Delgado
Professora auxiliar da Faculdade de Economia da Universidade do Porto

Orientador

Professora Doutora Graça Maria do Carmo Azevedo
Professora coordenadora sem agregação da Universidade de Aveiro

agradecimentos

Queria agradecer aos meus orientadores que muito ajudaram a que este trabalho pudesse ter este resultado final. Agradecer também ao meu irmão e aos meus pais, que estiveram sempre presentes. Por fim mas não menos importantes queria agradecer ao meu namorado e à Cristina pela força que me prestaram.

palavras-chave

Impression management, divulgação de risco, relatórios de risco, legibilidade, compreensibilidade

resumo

O presente trabalho pretende analisar a divulgação do risco nos relatórios anuais das empresas portuguesas não financeiras, com valores cotados em bolsa. No momento em que vivemos, com toda esta instabilidade, os investidores e outros *stakeholders* estão cada vez menos confiantes e mais exigentes. Assim, relatar informação sobre risco, começa a ser um dos meios utilizados pelas empresas para transmitir confiança e viabilidade ao exterior.

Contudo, será que uma empresa que divulga sobre risco é uma empresa que se encontra totalmente sã, e que não oculta nem ofusca qualquer tipo de informação? O objetivo deste trabalho passará por apurar, se de alguma forma, os gestores se fazem valer das estratégias de *impression management* para ocultar ou, ofuscar os *stakeholders* na divulgação de informações sobre risco.

Para o desenvolvimento desta investigação tivemos por base as empresas cotadas na *Euronext Lisbon*, para as quais foi efetuada uma análise de conteúdo do Relatório de Gestão, do Anexo e do Relatório do Governo das Sociedades, nos anos de 2007, 2010 e 2013.

Aos dados recolhidos aplicou-se o modelo de regressão OLS, confirmando a hipótese do índice de compreensibilidade estar associado positivamente com a dimensão da empresa. Dos resultados obtidos concluiu-se ainda a existência de uma associação negativa entre o índice de legibilidade e a dimensão e o setor de atividade.

keywords

Impression management, risk disclosure, risk reports, readability, understandability

abstract

This paper intends to analyze the risk disclosure in the annual reports of non-financial Portuguese companies with securities listed on the stock market. At the moment which we live with all this instability, the investors and other stakeholders are becoming less confident and more demanding. So, reporting on risk information begins to be one way used by companies to transmit confidence and viability abroad.

But, does a company that publishes about risk fully healthy and does not hide or obscure any kind of information? This work involves ascertain if somehow managers use impression of management strategies to hide or obfuscate from stakeholders risk information.

This research was based on companies listed on Euronext Lisbon, and a content analysis of the Management Report, the Annex and the Corporate Governance Report, in 2007, 2010 and 2013 has been made.

An OLS regression model was applied to the collected data, confirming the hypothesis of the understandability index being positively associated with firm size. The results obtained concluded also that there is a negative association between the legibility index, size and the business sector.

ÍNDICE DE FIGURAS

FIGURA 1 – Estratégias de <i>Impression Management</i> nas narrativas dos documentos societários	21
---	----

ÍNDICE DE QUADROS

QUADRO 1 – Conteúdos do relato de Gestão de Risco	8
--	---

ÍNDICE DE TABELAS

TABELA 1 – Categorias de divulgação de risco	9
TABELA 2 – Resumo dos estudos de manipulação da legibilidade	23
TABELA 3 – Resumo dos estudos de manipulação retórica	25
TABELA 4 – Definição das estratégias de <i>Impression Management</i>	33
TABELA 5 – Definição das variáveis independentes	35
TABELA 6 – Categorias de risco divulgadas pelas empresas da amostra	38
TABELA 7 – Valores médios de divulgação sobre risco	39
TABELA 8 – Estatísticas descritivas (variáveis originais)	41
TABELA 9 – Testes da normalidade das variáveis dependentes e independentes.....	42
TABELA 10 – Matriz de correlações	43
TABELA 11 – Resultados da regressão OLS para a compreensibilidade e legibilidade do relato financeiro sobre risco.....	45

LISTA DE ABREVIATURAS

CMVM – Comissão de Mercado de valores mobiliários

CNC – Comissão de Normalização Contabilística

CSC – Código das Sociedades Comerciais

EBIT – *Earnings Before Interest and Taxes* (Resultado antes de juros e impostos)

IAS – *International Accounting Standards*

IASB – *International Accounting Standards Board*

IFRS – *International Financial Reporting Standards*

IM – *Impression Management*

NIRF – Normas Internacionais de Relato Financeiro

OLS – Ordinary Least Squares (Método dos mínimos quadrados)

SNC – Sistema de Normalização Contabilística

UK – United Kingdom (Reino Unido)

ÍNDICE GERAL

Agradecimentos	v
Resumo	vi
<i>Abstract</i>	vii
Índice de Figuras	viii
Índice de Quadros	viii
Índice de Tabelas	ix
Lista de Abreviaturas	x
1. Introdução.....	1
1.1. Enquadramento Geral	1
1.2. Formulação do problema.....	2
1.3. Definição dos objetivos e motivações da investigação	2
1.4. Estrutura do trabalho.....	3
2. Revisão da literatura	5
2.1. Relato voluntário de risco	11
2.2. Transparência da informação	13
2.3 <i>Impression Management</i>	15
2.3.1 Teorias explicativas	16
2.3.1.1 Teoria da agência	16
2.3.1.2 Teoria da sinalização	17
2.3.1.3 Teoria da legitimidade	18
2.3.1.4 Teoria dos <i>stakeholders</i>	18
2.3.1.5 Teoria institucional	18
2.3.1.6 Teoria da atribuição.....	19
2.3.2 Estratégias de <i>Impression Management</i>	19
2.3.2.1 Manipulação da legibilidade	22
2.3.2.2 Manipulação retórica	24
2.3.3 Conclusões das pesquisas empíricas de IM	26
2.4 Desenvolvimento de hipóteses	26
2.4.1 Dimensão.....	26
2.4.2 Rendibilidade	27
2.4.3 Endividamento.....	28
2.4.4 Setor de atividade	29
3. Metodologia de investigação.....	31
3.1. Amostra	31
3.2. Variáveis dependentes.....	31
3.3. Variáveis independentes	35
4.Resultados	37
5. Conclusões, limitações e pesquisas futuras	47
6. Referências Bibliográficas.....	49

1. Introdução

1.1 Enquadramento Geral

A evolução do mercado e das tecnologias tem vindo a surtir vários avanços na divulgação de informação, não só em termos de meios de comunicação, mas também na quantidade e qualidade. Algumas destas mudanças foram devidas a obrigações legais, e como tal as empresas não financeiras, não foram exceção, sendo obrigadas a cumprir algumas obrigações de divulgação de risco exigidas pelo governo das sociedades, através de recomendações de boas práticas emitidas pela CMVM. Além disso, em 2005 foi promulgada na lei Portuguesa a diretiva de Modernização do Parlamento Europeu e do Conselho de onde surtia a exigência das empresas descreverem os seus principais riscos e incertezas no relatório de gestão.

O risco é um componente que está sempre presente em todas as decisões, estando as empresas constantemente sujeitas a riscos. Helmut Maucher (as cited in Beja, 2004) refere que quem não corre risco está a correr o maior risco de todos, quer isto dizer que se não tomarmos decisões não corremos riscos, mas também não vamos colher frutos. O risco normalmente está associado a algo negativo. Mas não tem necessariamente de o ser. O risco pode ser a criação de oportunidades. Uma gestão adequada do risco pode levar à perspetivação de acontecimentos futuros que, por sua vez levam à criação de valor para a empresa.

O valor da empresa pode ser criado através de transparência, uma vez que quanto maior a transparência na divulgação de uma empresa, maior será o grau de confiabilidade transmitida aos *stakeholders* o que poderá cativar mais investidores angariando-se mais capital. No entanto, por vezes, a divulgação de informação sobre risco é planeada, ou seja, é estudada a forma como esta deverá ser divulgada. Este planeamento poderá ser justificado pela sensibilidade da matéria em causa. O planeamento referido pode passar pela utilização de estratégias de ofuscação, manipulação, simplificação ou descrição da informação transmitida com o objetivo implícito de beneficiar o relator.

O parágrafo 11 da Estrutura Conceptual do SNC congratula essa mesma hipótese:

“O órgão de gestão tem a capacidade de determinar a forma e conteúdo de tal informação adicional para satisfazer as suas próprias necessidades.”

Os documentos narrativos são desta forma utilizados como veículos de influência do desempenho e das perspectivas da empresa. Esta manipulação e ofuscação das narrativas é denominada de gestão de impressão ou *Impression Management*.

Definidos os parâmetros globais da nossa pesquisa passaremos à formulação dos problemas levantados na presente investigação.

1.2. Formulação do problema

Este tema já vem sendo estudado há algum tempo por vários investigadores. Mas até ao momento a literatura tem-se focalizado sobre questões quantitativas na divulgação da informação (Linsley & Shirves, 2006), não existindo estudos sobre a legibilidade da informação. Daí as nossas questões de investigação são as seguintes:

- Qual o nível de legibilidade/compreensibilidade da informação sobre risco, divulgada pelas empresas portuguesas, não financeiras, cotadas em bolsa em 2007, 2010 e 2013?
- Quais os fatores que afetam o nível de divulgação de informação dessas empresas?

Formulados os problemas que nos propomos a estudar passaremos à definição dos objetivos e motivações da presente investigação.

1.3. Definição dos objetivos e motivações da investigação

O presente estudo pretende analisar a divulgação de informação sobre risco e a sua inter-relação com *Impression Management*.

Para isso serão analisados os Relatório de Gestão, Anexo e Relatório do Governo das Sociedades de um total de 37 empresas partindo da lista de empresas cotadas no ano de 2007.

Os objetivos que nos propomos a atingir são os seguintes:

- categorizar os tipos de risco relatados pelas empresas;

- relacionar a compreensibilidade e facilidade de leitura (variáveis dependentes) com fatores que podem influenciar a quantidade de informação divulgada pela empresa: dimensão da empresa, a rentabilidade, o endividamento e o setor de atividade (variáveis independentes);
- averiguar quais as estratégias de comunicação seguidas pelos gestores.

Uma vez que os utilizadores da informação requerem cada vez mais quantidade de informação, e informação que lhes seja pertinente, por forma a perspetivar os riscos a pertinência do nosso estudo é cada vez maior. Estamos a caminhar para a era da informação e como tal este trabalho torna-se um contributo para a compreensão da divulgação sobre risco e a utilização de estratégias de IM na divulgação deste tipo de informação.

A motivação para o estudo deste problema prende-se com o aumento das oportunidades de gestão de impressão devido á envolvente económica das empresas e a necessidade da informação ser compreensível, fiável, materialmente relevante e transparente para os seus utilizadores e além disso a comparabilidade da informação para que esta possa ser útil à tomada de decisão interna e externa.

Ao longo do trabalho serão identificados quais os fatores explicativos ou condutores á utilização da manipulação retórica e manipulação da legibilidade.

O nosso estudo pretende desta forma contribuir para a literatura acrescentando mais valor à divulgação da informação sobre risco e IM.

1.4. Estrutura do trabalho

Este projeto é composto por seis capítulos. No primeiro capítulo temos uma pequena introdução ao tema. No capítulo dois, uma revisão da literatura em que abordamos algumas contribuições para a literatura deste tema e as conclusões retiradas nesses estudos. No capítulo três é definida a metodologia utilizada para a realização e tratamento da informação adquirida, sendo também especificada a nossa amostra, as variáveis em estudo e as hipóteses a estudar. No quarto capítulo segue-se a exposição dos resultados da investigação. No capítulo cinco são apresentadas as principais conclusões, limitações à investigação e proposta a pesquisas futuras.

2. Revisão da literatura

No século XX deu-se uma série de alterações a nível económico, social e político. Estas alterações foram despoletadas pelo desenvolvimento da sociedade, das tecnologias e da informação o que, por sua vez, levou à evolução dos mercados.

Com esta globalização e internacionalização surgiu a necessidade de se desenvolver um novo normativo contabilístico internacional, que de alguma forma harmonizou a informação, trazendo desta forma uma maior comparabilidade, relevância e compreensibilidade da informação financeira nos diferentes países.

Face a essa necessidade, em 2002 foi publicado o Regulamento Europeu 1606/2002 de 19 de julho. Este regulamento impõe que todas as empresas com valores cotados em bolsa pertencentes à União Europeia, a partir de 1 de Janeiro de 2005, preparem as suas contas consolidadas em conformidade com as Normas Internacionais de Contabilidade, as IAS – *International Accounting Standards* e as Normas Internacionais de Relato Financeiro, IFRS – *International Financial Reporting Standards*.

Este normativo foi criado pelo IASB – *International Accounting Standards Board*, com base neste a CNC – Comissão de Normalização Contabilística desenvolveu o SNC – Sistema de Normalização Contabilístico, aprovado pelo DL 158/2009, de 13 de julho. O SNC surgiu também com o intuito de harmonizar a informação financeira mas mais concretamente das empresas portuguesas face as empresas da União Europeia.

Apesar da intensão de harmonização Oliveira et al.,(2011b) observaram que este normativo não surtiu na totalidade o efeito que seria desejado, uma vez que os autores demonstraram que a implementação da IAS/IFRS e a Diretiva de Modernização da União Europeia em 2005, não afetou positivamente a quantidade e qualidade de divulgação de relato sobre risco. Nos relatórios analisados os autores comentam o facto de a divulgação ser genérica, qualitativa e histórica.

O crescimento das empresas fez com que os investidores sentissem uma maior necessidade de informação realçando também a importância da qualidade da mesma.

Em Portugal, no nº1 do artigo 65º do Código das Sociedades Comerciais já se denotava um realce para a importância da informação. O legislador diz que cabe aos membros da administração elaborar e submeter o relatório de gestão, as contas e demais documentos de prestação de contas com periodicidade anual. No nº1 do artigo 66º é mencionado o que

deve conter o relatório de gestão onde se pode retirar que deve ser mencionada a evolução, o desempenho e a posição da sociedade, bem como a descrição dos principais riscos e incertezas.

A informação começou a ter uma maior ênfase após os escândalos financeiros que têm abalado a economia deixando as pessoas cada vez menos confiantes. Desta forma os investidores sentiram uma maior necessidade de informação e transparência para que possam investir sabendo os riscos em que estão a incorrer.

Beja (2004) releva a necessidade de existir um maior relato por parte das empresas:

"...o sistema de relato financeiro tradicional válido na era industrial, quando as empresas criavam valor transformando matérias primas em produtos acabados, é insuficiente na era da informação...". Beja (2004, p.148)

Nicolaescu e Ioana (2013) afirmam que a comunicação deve ocupar uma posição de liderança na expansão e continuação das entidades. Consideram que os baixos níveis de comunicação podem trazer influências negativas para as empresas, pois observaram que o baixo nível de comunicação e o facto dos gestores se centralizarem apenas no enriquecimento origina insuficiências de fundo maneio. No entanto Oliveira et al., (2011a) num estudo sobre instituições de crédito portuguesas apesar de também observarem baixos níveis de divulgação, verificaram ótimos níveis de cumprimento das obrigações.

Mas, o ato de comunicar, por si só não é suficiente. A comunicação deve ser feita tanto em quantidade, como em qualidade, criando desta forma valor. Beretta e Bozzolan (2004) defendem que a qualidade de divulgação depende tanto da quantidade de informação divulgada, como da riqueza do conteúdo.

Ao estudar a relação existente entre a quantidade de informação divulgada com a dimensão e o setor de atividade os autores não observaram qualquer influência. Já Linsley e Shriver (2006) ao analisarem o tamanho das empresas com o volume de divulgações sobre risco observaram uma correlação positiva.

Oliveira, et al., (2013b) estudaram que o índice da estrutura de capital analisando algumas determinantes adequadas para avaliar a gestão das partes interessadas e explicar a divulgação de relato de risco das instituições de crédito. Concluíram que o tamanho da empresa explica o seu relato. Existem vários estudos em que estudam as variáveis: tamanho e estrutura de capital das empresas.

Linsley e Shrides (2006) observaram que as divulgações não monetárias e neutras são as mais divulgadas.

Normalmente o risco está associado a um acontecimento futuro com consequências negativas. Mas o risco não tem de ser negativo. Podem-se também encontrar os riscos positivos. O risco positivo dá-se quando este origina oportunidades, ganhos ou cria valor para a empresa, sendo que há quem defenda que quanto maior for o risco maior será o retorno obtido. Deumes (2008) conclui que os gestores na sua maioria atribuem a palavra risco a vários fatores internos e externos que afetam o desempenho futuro da empresa.

Mas quando falamos em risco é necessário diferenciar este conceito do conceito de incerteza, pois podem ser confundidos. Quando estamos a falar de algo que poderá ser quantificado estamos perante o risco, pois gera resultados mas, se são impossíveis de quantificar estamos perante uma situação de incerteza.

A informação sobre risco é divulgada pelas empresas através dos relatórios de risco, estes são definidos por Beja (2004) como a fase final de todo um processo que tem por finalidade apresentar de forma resumida, mas completa as informações relativas à gestão de risco do negócio. O autor refere que este relatório deve conter aspetos relevantes da organização, escrutínio, controlo, quantificação, graduação e monitorização. Considera que deve ser um documento elaborado pelos gestores de risco ou pelo responsável de função equivalente. Sendo desta forma elaborada nas fases correspondentes à planificação, replanificação e encerramento anual de contas, tal como poderemos verificar no Quadro 1, onde constam os conteúdos do relato de gestão de risco (Beja, 2004, p.118):

Quadro 1 – Conteúdos do relato de Gestão de Risco

- **Risco** – é a definição dada a risco escrutinado como por exemplo os Riscos Externos onde temos a Recessão Económica.
- **Descrição do risco** – resumo do tipo de risco como a desvalorização importante e repentina da moeda.
- **Graduação do risco inerente (ou bruto)**
 - **Probabilidade** – possibilidade de se dar um acontecimento no período em análise, que deve ser determinado em (%) consoante a probabilidade de ocorrência.
 - **Impacto financeiro (em €)** - valor estimado de perda caso o risco se concretize.
 - **Graduação** – associação do grau de risco em baixo, médio ou alto.
- **Medidas para controlo do risco** – resumo das medidas definidas para combater e controlar o risco.
- **Graduação do risco residual (ou líquido)**
 - **Impacto financeiro líquido** – risco inerente deduzida do efeito financeiro das medidas de controlo interno definidas.
 - **Graduação** – definir o impacto financeiro como baixo, médio ou alto.
- **Comentário** – componente importante do relato, deve fundamentar a graduação do risco residual e deve ser compreensível a todos os utilizadores.
- **Indicadores de performance** – especificar o indicador escolhido para medir o risco como por exemplo o valor incorrido em perdas cambiais.
- **Instrumentos e processos de monitorização** – menciona quais os métodos e métodos de monitorização a utilizar.
- **Responsável** – identificação da pessoa responsável pelo risco com por exemplo o diretor financeiro.
- **Impacto no orçamento** – descrição se o risco está e como é que está refletido no orçamento anual.

Fonte: *Adaptado de Beja (2004, p.118)*

Os relatórios de divulgação de risco podem conter vários itens de divulgação, Beretta e Bozzolan, (2004) analisaram as empresas com valores cotados na Bolsa Italiana tendo concluído que as empresas divulgam em média 75 itens de risco diferentes no Management Discussion & Analysis.

A tabela 1 apresenta as principais categorias e subcategorias de risco a que as empresas podem estar sujeitas.

Tabela 1 - Categorias de divulgação de risco

Tipos de risco	Itens de divulgação
Risco Financeiro	Mercado Liquidez Contraparte Taxa juro Taxa de câmbio Variabilidade dos preços e commodities Investimento Crédito
Risco operacional	Satisfação do cliente Sistemas e da informação Segurança e saúde Desenvolvimento de produtos Eficiência e desempenho Obsolescência de equipamentos
Risco Ambiental	Ambiente
Risco estratégico	Industria Negócio Concorrência Preço Planeamento Ciclo de vida Medição de desempenho
Risco de regulação	Regulação Regulação e compliance Jurídicos
Risco de controlo Interno	Controlo interno

Fonte: Baseado em Linsley & Shirves (2006)

O risco financeiro tem particular importância por estar diretamente relacionado com ativos e passivos monetários. Este risco divide-se em risco de mercado onde se encontra os riscos de taxas de juro, taxa de câmbio, capital próprio, mercadorias e instrumentos financeiros; risco de liquidez e risco de crédito (Serrasqueiro, 2009; Solomon & George, 2000). O risco

financeiro também pode estar relacionado com possíveis perdas nos mercados de capitais (Jorion, 1997 e Tirado & Cabedo, 2003).

Risco operacional está patente quando existem falhas nos sistemas de informação implementados nas entidades. Normalmente são riscos inesperados. A Comissão de Supervisão Bancária de Basileia define o risco operacional como um risco decorrente de problemas de controlos internos, sistemas, pessoas e acontecimentos externos. Beja (2004) refere que o risco operacional pela sua natureza está ligada a falhas humanas ou de sistemas, procedimentos ou controlos inadequados ou desastres naturais.

Para Bozzolan e Beretta (2004) o risco ambiental como um risco externo em que a empresa está envolvida, associado a questões do âmbito ambiental e ecológico.

Os mesmos autores entendem que o risco estratégico trata os meios e formas de se atingir objetivos, a missão e o desempenho. Jorion (1997) e Tirado e Cabedo (2003) definem o risco estratégico como um risco externo relacionado com mudanças no ambiente económico e estratégico.

O risco de regulação é um risco externo á empresa, derivado de regulamentações legais e jurisdicionais.

Finalmente o risco de controlo interno trata da falha nos procedimentos e mecanismos de controlo interno estabelecidos pelas empresas.

Linsley e Shrives (2006), concluíram que o número de divulgações de relato do risco financeiro é significativamente inferior, ao número de divulgações de relato operacional, uma vez que cerca de 73% das divulgações trata de risco operacional.

Beretta e Bozzolan, (2004) concluíram que as principais áreas de risco divulgadas são: a estratégica com uma percentagem de 35,90%, estrutura financeira 18,40% e processos de negócio com 12,5%. Verificaram que as empresas divulgam voluntariamente algumas informações sobre estratégias futuras, mas evitam comunicar os resultados ou a quantificação dos impactos esperados. Os autores referem que as divulgações apareciam tendencialmente no sentido de autojustificação por parte da administração relativamente à expectativa de impactos negativos. Denotaram a tendência de as empresas preferirem divulgar pensamentos e expectativas de gestão quanto ao futuro em vez de comunicar decisões e medidas tomadas no âmbito da gestão de risco. Linsley e Shrives (2006) também observaram vontade por parte destas empresas em divulgar sobre riscos futuros.

Linsley e Shrides (2006) verificaram que as empresas divulgam pouco sobre multas e as divulgações efetuadas neste sentido pelas empresas é dispersa e incompleta.

Abraham e Cox (2007) analisaram se os proprietários e a sua permanência na empresa afetava ou não a quantidade de informação relatada sobre risco. Concluíram que, se a propriedade das sociedades for de longa permanência o relato sobre risco encontra-se negativamente relacionado com o risco, enquanto, se a propriedade das sociedades por parte das instituições for de curto prazo, esta está positivamente relacionado com os relatórios de risco. Os autores observaram também que os administradores executivos e administradores independentes são pessoas importantes nos relatórios de risco. Já o número de administradores dependentes não executivos não está relacionado com o nível do relato de risco. É necessário ter-se em conta, tal como referem os autores, que os relatórios analisados foram referentes ao ano 2002, ano em que se seguiu a queda significativa das ações o que pode denunciar que as empresas estariam mais voláteis e como tal poderá coincidir com as empresas cotadas divulgarem mais sobre risco. Dos 71 relatórios analisados, os autores verificaram que todas as empresas da amostra publicaram sobre risco de controlo interno e financeiro, mas nem todas publicaram informações sobre risco de negócio. Oliveira et al., (2011b) também verificaram que a existência de administradores independentes nas sociedades cotadas é um fator que influencia a divulgação de risco.

2.1 Relato voluntário de risco

A contabilidade é um sistema de produção e divulgação de informação, sendo através dela que se obtém a situação financeira da empresa. Mas, a informação financeira, contemplando demonstrações financeiras e anexos na maior parte das vezes não é suficiente para os seus utilizadores obterem uma visão mais ampla e credível. Daí surgiu o relato voluntário como propósito de as empresas poderem divulgar outras informações que achem pertinentes e importantes ao conhecimento dos seus utilizadores.

Por conseguinte, o relato voluntário ocorre quando não existe nenhuma imposição que obrigue a empresa a relatar.

Oliveira et al., (2011c) no seu estudo sobre os bancos portugueses concluíram que o relato de risco voluntário aparenta atender a pressões institucionais, uma vez que aumenta a legitimidade e gere a visão dos *stakeholders* relativamente ao banco.

Para Beja (2004, p. 238):

"À semelhança do que já acontece com o desenvolvimento sustentável, em que começa a haver sinais de que o mercado penaliza as empresas socialmente "irresponsáveis", e de que a banca começa a utilizar critérios sociais na avaliação do risco dos empréstimos que concede e dos investimentos que são feitos pelos seus clientes, também a existência de informação apropriada, transparente e credível sobre os riscos do negócio passará, num futuro não muito longínquo, a constituir um importante factor de diferenciação para investidores e para os restantes stakeholders."

Oliveira, et al., (2011a) observaram falhas de transparência da informação sobre o risco divulgada pelas empresas financeiras Portuguesas. Essas falhas denotaram-se principalmente nos objetivos, políticas de risco de liquidez e de gestão de risco. Os autores concluem ainda que mesmo no relato voluntário notou-se falta de transparência em questões associadas a risco operacional, estrutura de capital e adequação de capital.

Beja (2004) refere que os *stakeholders* são o grande fator para a dinamização da gestão de risco. Segundo o autor, estes seriam um elemento essencial à grandeza, transparência e credibilidade da informação financeira para a gestão. Neste campo Oliveira et al., (2013b) verificaram que a monitorização por parte dos stakeholders, é um importante fator para explicar a divulgação sobre risco destas instituições de crédito, corroborando assim os argumentos de Beja (2004).

Oliveira, et al., (2013b) referem que existe uma relação estatisticamente significativa entre as divulgações sobre risco das instituições de crédito e a sua visibilidade pública. Ou seja, os gestores das instituições de crédito portuguesas com grande visibilidade pública dão maior importância à divulgação de risco, do que os bancos com menor visibilidade. Os autores referem que estes aparentemente fazem-no como estratégia para ganhar ou manter a sua legitimidade e reputação. Em estudos anteriores os mesmos autores ao analisarem as empresas portuguesas no setor não financeiro já haviam concluído que a visibilidade pública aparentava ser uma influencia na divulgação sobre risco (Oliveira et al., 2011b). As empresas aparentavam tentar monitorizar a sua reputação através da divulgação de informação desta natureza.

Oliveira et al., (2011b) concluíram que a reputação da sociedade e a monitorização das partes interessadas são fatores fundamentais para a explicação das práticas de comunicação.

2.2 Transparência da informação

A transparência dá-se quando o que é transmitido a outrem não tem segundas intenções, nem é planeado com o intuito de ocultar ou obter outras vantagens.

Para Deumes (2008, p. 122):

“studying risk disclosure is important because corporate transparency about risk is vital for the well-functioning of capital markets.”

(Deumes, 2008)

A informação contabilística segundo o novo normativo deve contemplar certos valores como a veracidade e a tempestividade, de forma a cumprir com o objetivo de ajudar na tomada de decisão. A informação deve também ser compreensível e comparável. É importante ter em atenção que a divulgação de mais informação pode levar a que haja uma sobrecarga de informação dificultando a legibilidade e aumentando a dissipação para aspetos menos importantes. Schroeder e Gibson (1992) efetuaram uma comparação da carga de informação financeira e a legibilidade dos relatórios anuais do ano de 1987 utilizando o índice de Flesch. Concluíram que a carga de informação afeta o processamento da informação e a qualidade das decisões. Os autores referem que para que isto não aconteça podem ser efetuados resumos de relatórios, caracterizados por ter mais gráficos e tabelas para apresentar os dados numéricos.

Linsley e Lawrence (2007) no estudo que realizaram com empresas do Reino Unido não encontraram evidências de que os diretores ocultem ou dissimulem deliberadamente as notícias menos boas sobre risco através do seu estilo de escrita. Merkl-Davies e Brennan (2007) afirmam que se as divulgações forem efetuadas com o intuito de impressionar e não para fins informativos incrementais, a informação financeira seria prejudicada.

A transparência pode também estar associada com a legibilidade da informação, uma vez que se o relato não for legível pode induzir as pessoas em erro observando-se falta de transparência.

Smith e Smith (1971) analisaram demonstrações financeiras de 50 empresas de uma lista das 500 com maiores fortunas industriais em 1969, sendo que essas 50 empresas

representavam 47% das vendas totais. Para avaliar a facilidade de leitura foi utilizada a fórmula de Flesch e para a facilidade de compreensão a fórmula de Dale-Chall. Do conjunto de demonstrações financeiras analisadas de uma amostra de 50 demonstrações financeiras, 49 continham notas de rodapé. O nível de capacidade de leitura das notas das demonstrações financeiras retirada da fórmula Flesch era restritivo. Linsley e Lawrence (2007) através da fórmula de Flesch analisaram a legibilidade das divulgações de risco das empresas do Reino Unido tendo concluído também que o nível de legibilidade nas divulgações de risco é difícil ou muito difícil, tendo obtido médias de legibilidade abaixo dos 50.

Tais resultados levam a crer que a maior parte das pessoas não conseguiria ler e compreender o que estaria escrito nas demonstrações financeiras.

Silva e Fernandes (2007) também analisaram a legibilidade dos textos narrativos dos factos relevantes divulgados pelas empresas Brasileiras com valores cotados entre 2002 a 2006 com o objetivo de analisar a facilidade de leitura dos mesmos, através do método Flesch. Foram recolhidos 5117 arquivos de 656 empresas. Dos arquivos recolhidos apenas 10% dos textos são classificados como de fácil leitura e entre os anos estudados 2002 a 2006 a legibilidade diminuiu, sendo que em 2005 a leitura foi mesmo considerada de muito difícil. Ao longo destes anos verificou-se também uma redução da divulgação dos factos relevantes apesar de estes factos terem aumentado. A informação divulgada sobre os resultados da empresa foi considerada a mais legível, ou seja, de fácil leitura. Courtis (1998) através índice de Flesch estudou a carta do Presidente nos relatórios anuais de 120 empresas com valores cotados cotados na bolsa de Hong Kong entre 1994 e 1995 utilizando o método de Flesch para analisar a facilidade de leitura dos relatórios, tendo verificado também, padrões de facilidade de leitura.

Pode haver vários aspetos que possam afetar a legibilidade e compreensão dos leitores. Linsley e Shrives (2006) numa amostra de 79 empresas do Reino Unido não financeiras cotadas na bolsa de Londres afirmam que declarações de domínio das políticas de gestão de risco acompanhadas com a falta de coerência nas narrativas levam a lacunas na informação, o que pode levar a que os *stakeholders* não consigam avaliar o perfil de risco da empresa. Já Schroeder e Gibson (1992) ao analisarem a legibilidade dos relatórios anuais e dos resumos dos relatórios anuais observaram o uso excessivo da voz passiva, tornando a informação mais maçadora e menos interessante. Os autores concluíram que o comprimento das palavras e das frases influencia a legibilidade, uma vez que pode afetar a velocidade de reconhecimento do leitor e à extensão da memória no caso das frases compridas. Comparando os relatórios anuais e o resumo dos relatórios anuais verificaram

que os resumos são documentos mais curtos, mais simples e utilizam menos a voz passiva o que mostra melhoria na capacidade de leitura.

2.3 Impression Management

Impression management tem as suas origens na literatura psicológica (Schlenker, 1980).

A literatura existente tem vindo a debruçar-se sobre empresas Anglo-Saxónicas (Merkl-Davies & Brennan, 2007, 2011), mas outros estudos têm revelado que os aspetos culturais dos gestores também podem ter influência nas motivações dos gestores para a adoção das estratégias de IM.

Leary e Kowalski (1990) definem *impression management* como um comportamento interpessoal, em que as pessoas controlam as impressões que os outros formam delas.

Desta forma, IM ocorre quando o que se pretende transmitir tem a intenção de provocar uma determinada perceção no ouvinte ou leitor e essa intenção é antecipadamente prevista e planeada (Merkl-Davies et al., 2011). Ou seja, existe uma antecipação de efeitos, um *feedback* das informações e/ou análise retrospectiva dos resultados organizacionais.

Neu et al., (1998) refere que no contexto da comunicação, o IM ocorre quando os gestores selecionam as informações a exibir e as apresentam de uma forma que distorce a perceção dos utilizadores.

IM ocorre com mais frequência em divulgações narrativas menos regulamentadas e normalmente incidem sobre a interpretação de resultados financeiros (Brennan et al., 2009).

Merkl-Davies et al., (2011) concluíram que, quando os resultados organizacionais são negativos, os gestores apressam-se na construção de processos retrospectivos em vez de apresentarem o desempenho organizacional.

Relativamente à qualidade do relato financeiro Merkl-Davies e Brennan (2007) referem que as estratégias de manipulação da perceção dos utilizadores tomam a forma de mensagens subconscientes, através da manipulação do conteúdo e apresentação da informação financeira.

Courtis (2004) refere que os gestores possuem incentivos através de compensações monetárias para adotarem estratégias de IM, por forma a influenciar o desempenho da

empresa e, conseqüentemente, os preços de cotação das ações. A maior parte da literatura tem numa perspectiva mais económica, analisando os impactos negativos causados nos desempenhos das sociedades na adoção de estratégias de IM. Nesta perspectiva, onde as estratégias de IM estão relacionadas com o desempenho organizacional negativo, as estratégias de IM são vistas como um comportamento oportuno e consciente por parte dos gestores, por forma a persuadir a perceção dos investidores sobre o desempenho da empresa (Merkl-Davies & Brennan, 2007,2011). Outra literatura, mas em menor quantidade, estudou as estratégias de IM no âmbito da psicologia social (Merkl-Davies et al., 2011). Nesta perspectiva as estratégias de IM podem ser vistas também como um comportamento oportunista e consciente ou apenas como uma mera comunicação de informação onde os gestores relatam eventos ou factos de forma favorecida.

2.3.1 Teorias explicativas do IM

Merkl-Davies e Brennan (2007) referem a existência de um vasto campo de investigação dos incentivos que levam os gestores à adoção das estratégias de IM através de teorias sociais e económicas. Iremos analisar com teorias explicativas da utilização das estratégias de IM: a teoria da agência, a teoria da sinalização, teoria da legitimidade, teoria dos *stakeholders*, teoria da atribuição e teoria institucional.

2.3.1.1 Teoria da agência

Esta tem sido a teoria mais utilizada para explicar os incentivos dos gestores no uso das estratégias de IM.

Foi desenvolvida inicialmente por Jensen e Meckling (1976) e tem por base o conflito de interesses entre os proprietários do capital (principais) e os gerentes (agentes).

Este conflito de interesses é originado pelas diferentes motivações entre estes dois grupos. Numa das partes temos a propriedade da empresa e da outra parte o controlo da empresa, o que faz com que os riscos que as partes estão dispostas a correr não sejam os mesmos.

Dadas estas diferenças entre estes dois grupos, será de notar que existem assimetrias de informação entre quem divulga a informação e os seus utilizadores. As assimetrias de informação são um dos fatores que incentiva os gestores a assumirem comportamentos

oportunistas (Jensen & Meckling, 1976). Esses comportamentos oportunistas deram origem à chamada hipótese de ofuscação (Courtis, 1998).

Na gestão oportunista os gestores transmitem uma boa visão da empresa (Brennan et al., 2009), independentemente do seu desempenho, assim evitando conflitos de interesses. Os gestores poderão ainda ser incentivados a manipular as percepções externas do desempenho financeiro da empresa por exemplo através de IM (Aerts 2005).

Merkl-Davies et al., (2011) ao analisar as narrativas verificaram que estas são um veículo de influência da percepção e decisão das pessoas externas à empresa relativamente ao desempenho da mesma. Observaram ainda que para ofuscar resultados negativos os gestores introduzem um enviesamento positivo e atribuição de desempenho. Brennan et al., (2009) também observaram a utilização de estratégias de IM nas comunicações financeiras da sociedade de modo a aumentar a informação positiva e a ignorar ou subestimar informações negativas. Merkl-Davies e Brennan (2011) com base na racionalidade e motivação observaram divulgações detalhadas e enviesadas.

Tendo em conta que os gestores gerem o seu comportamento de forma oportunista podemos concluir que os gestores não são neutros na apresentação das suas narrativas contabilísticas (Sydserff & Weetman, 1999). Eles tendem a ofuscar as falhas e a enfatizar os seus sucessos (Adelberg, 1979).

2.3.1.2 Teoria da sinalização

Smith e Taffler (1992) e Rutherford (2003) usaram a teoria da sinalização para justificar a hipótese de ofuscamento. Na teoria da agência o ofuscamento foca-se no mau desempenho das empresas. Na teoria da sinalização o ofuscamento foca-se no comportamento dos gestores. Quando se está perante empresas com um bom desempenho os gestores tentam sinalizar essa superioridade perante as outras empresas através de uma maior transparência na divulgação e apresentação da informação da empresa.

Morris (1987) também refere que as empresas com desempenhos positivos possuem um maior nível de transparência. Estas práticas de gestão e divulgação de informação têm como objetivo sinalizar a sua superioridade perante outras empresas e atrair mais investimento.

2.3.1.3 Teoria da legitimidade

Esta é considerada uma das teorias dominantes na investigação sobre a divulgação da informação e sobre responsabilidade social e ambiental. Trata-se de uma teoria que explica as práticas de comunicação e através da qual se poderá conseguir alterar a perceção sobre a legitimidade da empresa (Merkl-Davies & Brennan, 2007).

Deegan (2002) refere o desejo da legitimação por parte das empresas.

Esta teoria é considerada uma das justificações do relato pois demonstra de que forma as empresas podem beneficiar divulgando mais informação, tornando-a mais transparente, o que por sua vez trará a possibilidade da criação de valor para a empresa.

As comunicações poderão ser voluntárias ou ser apenas uma resposta a pressões públicas ou ainda como forma de chamar a atenção dos media (Hooghiemstra, 2000).

2.3.1.4 Teoria dos stakeholders

Gray, Owen & Adams (1996) argumentam que a teoria da legitimidade e a teoria dos *stakeholders* estão correlacionadas. Enquanto a teoria dos *stakeholders* se centra na teoria económica das motivações, a teoria da legitimidade centra-se nas motivações sociais da organização na divulgação da informação.

Se a empresa divulgar uma maior quantidade de informação para os seus *stakeholders* também está a aumentar a sua legibilidade perante estes.

Merkl-Davies e Brennan (2007) consideram que as empresas manipulam a perceção dos *stakeholders* sobre a empresa através da utilização de estratégias de IM.

2.3.1.5 Teoria institucional

Bansal e Celand (2004) ao aplicarem esta teoria, defendem que as empresas que cumprem os seus deveres ambientais ganham legitimidade e incorrem de forma menos assistemática

ao risco de mercado de ações. As empresas ganham legitimidade ambiental quando o seu desempenho respeitante ao seu ambiente natural vai de encontro às expectativas dos *stakeholders*.

Os gestores são assumidos como responsáveis por responder às pressões institucionais nos relatórios da sociedade.

Desta forma podemos concluir que as empresas, mais em concreto, os gestores, se conformam com as expectativas institucionais uma vez que adotando as normas institucionais as empresas reduzem possíveis escrutínios por parte dos proprietários.

2.3.1.6 Teoria da atribuição

Segundo esta teoria os gestores normalmente atribuem os bons desempenhos a causas internas relacionadas com habilidades de gestão. Quando os desempenhos são maus ou menos bons os gestores tendem a justificá-los com causas externas à empresa, das quais os gestores nada poderiam fazer para contrariar (Clatworthy & Jones, 2003).

Dado isto pode-se concluir que esta teoria está mais próxima da psicologia social (Aerts 1994, Clatworthy e Jones 2003).

Podemos concluir relativamente às teorias expostas que a teoria da agência tem como foco o desempenho financeiro da empresa, enquanto a teoria dos *stakeholders* e a teoria institucional tem como foco o desempenho social e ambiental. Os estudos com base na teoria da agência e da sinalização concentra-se mais no IM como ocorrência diária, enquanto os estudos que se baseiam na teoria da legitimidade, institucional ou dos *stakeholders* utilizam o IM ocasionalmente, em relatórios não rotineiros. (Merkl-Davis & Brennan, 2007).

2.3.2 Estratégias de *Impression Management*

Existem duas escolas de pensamento que abordam as estratégias de IM. Uma que defende que a divulgação detalhada ocorre como forma de os gestores gerirem a impressão do público (IM) e a outra que defende que a divulgação detalhada contém informação

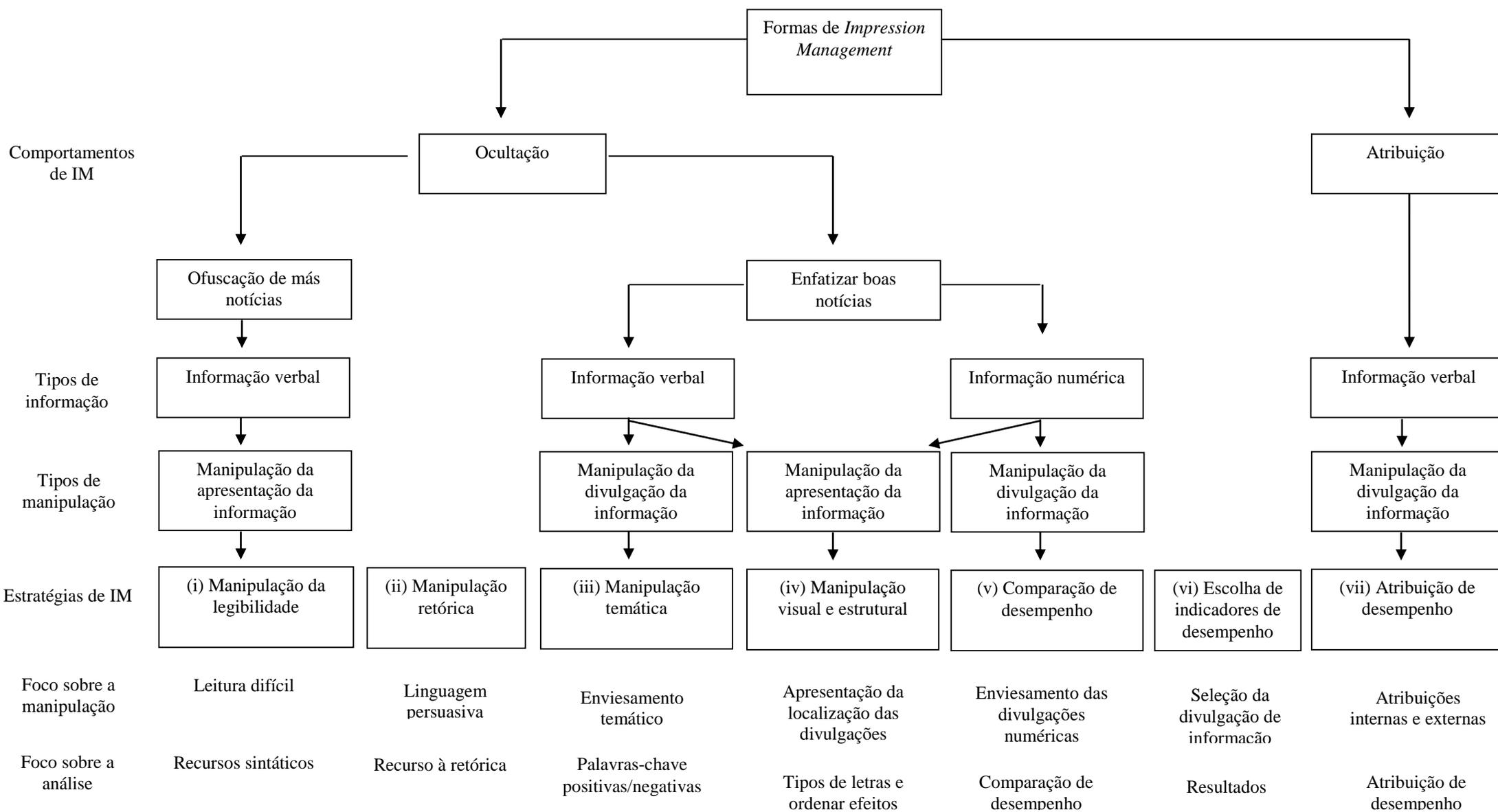
incremental que visa melhorar a tomada de decisão por parte dos investidores (Merkl-Davies et al., 2011). De acordo com Merkl-Davies e Brennan (2007) a literatura sobre estratégias de IM têm-se debruçado sobre a Carta do Presidente, a análise de gestão, revisões operacionais e financeiras, os relatórios de auditores, as notas às demonstrações financeiras, os relatórios intercalares, os prospectos, *press-releases* e divulgações ambientais.

O presente estudo debruça-se na implementação das estratégias de IM na divulgação de risco nos relatórios anuais, nomeadamente nas notas às demonstrações financeiras, no relatório de gestão e no relatório do governo das sociedades.

Existem sete estratégias de IM: a manipulação da legibilidade, a manipulação retórica, manipulação temática, manipulação visual e estrutural, comparações de desempenho, escolha de indicadores de desempenho e atribuição de desempenhos organizacionais. Estas estratégias de IM comportam escolhas em termos de: divulgação de informação e/ou tipo de apresentação da informação (enviesamento ou seletividade). No enviesamento a informação é fornecida com uma tendência favorável, enquanto na seletividade a informação é previamente selecionada podendo haver omissão de informação e/ou inclusão (Brennan et al., 2009; Merkl-Davies & Brennan, 2007).

Das sete estratégias acima mencionadas, seis são utilizadas para ocultar informação. Dentro destas seis estratégias, duas (a manipulação da legibilidade e manipulação retórica) são utilizadas para ofuscar más notícias através da manipulação verbal da informação. As restantes quatro estratégias são atribuídas à ênfase de boas notícias, são elas: a manipulação temática, a manipulação visual e estrutural, comparações de desempenho e a escolha de indicadores de desempenho. Analisadas as estratégias de ocultação, vamos passar à sétima e última estratégia que se refere à atribuição de desempenho organizacional, uma técnica defensiva, nesta estratégia os gestores tendem a desculpar os maus desempenhos através de fatores externos à empresa, ou seja, fatores dos quais não está ao seu alcance minimizá-los (Brennan et al., 2009, Merkl-Davies & Brennan, 2007, 2011). A Figura 1 resume as 7 estratégias de IM.

Figura 1: Estratégias de *Impression Management* nas narrativas dos documentos societários



Fonte: Adaptado de Merkl-Davies e Brennan (2007, p. 128)

O presente estudo vai focar-se no estudo de apenas duas estratégias de IM: manipulação retórica e manipulação da legibilidade.

2.3.2.1 Manipulação da legibilidade

Existem vários estudos de IM (Tabela 2) que se concentram na manipulação da facilidade de leitura. Estes estudos consideram a manipulação da facilidade de leitura como um meio para a ofuscação de más notícias. Courtis (2004) define manipulação da legibilidade como uma técnica utilizada nas narrativas que faz com que os leitores fiquem confusos. Esta complexidade que é imputada às narrativas torna-as de difícil leitura ofuscando, desta forma, o utilizador da informação.

Rutherford (2003) refere a manipulação da transparência das informações divulgadas através da redução da clareza, com o intuito de fugir à divulgação das circunstâncias.

Courtis (1995) levanta questões sobre a dificuldade de leitura, se esta é executada deliberadamente para ocultar maus desempenhos dos gestores ou se esta é feita involuntariamente por desconhecimento.

Merkel-Davies e Brennan (2007) referem que as narrativas são consideradas um veículo de influência das perceções e decisões de terceiros relativamente ao desempenho das empresas.

A maioria da literatura que estuda a manipulação da legibilidade estuda o impacto ou a relação da legibilidade com o desempenho organizacional (Adelberg, 1979; Courtis, 1995, 1998; Smith & Taffler, 1992). Alguns autores (Adelberg, 1979; Courtis, 1998, 2004) consideram que a dificuldade de leitura pode estar relacionada com o mau desempenho da gestão da empresa. No entanto, existe outra literatura que não encontrou associação entre estas duas variáveis (Courtis, 1995; Rutherford, 2003; Smith & Taffler, 1992). Merkel-Davies (2007) encontra uma associação entre a legibilidade e o tamanho da empresa, mas com o desempenho não encontrou qualquer associação deste com a dificuldade de leitura.

Tabela 2: Resumo dos estudos de manipulação da legibilidade

Estudo	País	Amostra	Secção narrativa	Métricas de cálculo da legibilidade	Variáveis independentes	Resultados
Adelberg (1979)	Estados Unidos	16	Notas de rodapé, revisões de operações de gestão, relatórios dos auditores.	Cloze	Desempenho da empresa	Revisões das operações de gestão difíceis de ler. A rentabilidade das empresas está inversamente ligada com as dificuldades de leitura nas notas de explicativas não padronizadas e nos relatórios dos auditores.
Courtis (1986)	Canada	142	Carta do presidente, notas às demonstrações financeiras	Fog, Flesch	Desempenho da empresa, risco da sociedade	A fraca qualidade da legibilidade não está relacionada com o mau desempenho ou com o elevado risco.
Smith e Taffler (1992)	Estados Unidos	66	Relatório do presidente	Flesch, Lix, Cloze	Sobrevivência da empresa	Legibilidade e compreensibilidade medem conceitos diferentes. A compreensibilidade é uma função sofisticada para um determinado publico.
Courtis (1995)	Hong Kong	32	Relatório do presidente, notas explicativas às contas	Fog, Flesch, Lix	Desempenho e tamanho das empresas, industria.	Não foram encontradas diferenças significantes entre a legibilidade e as variáveis independentes.
Courtis (1998)	Hong Kong	120	Relatórios do presidente	Flesh	Desempenho das empresas, Imprensa.	As narrativas das empresas que estão mais expostas à imprensa são menos legíveis do que as empresas que estão menos expostas aos media.
Sydserrf e Weetman (1999)	Reino Unido	10	Análise operacional e financeira	Flesch, Texture index	Não possui	O índice textual apenas tem em conta fatores não consegue captar fórmulas de legibilidade
Rutherford (2003)	Reino Unido	64	Análise operacional e financeira	Flesch	Desempenho e tamanho das empresas, risco da sociedade, complexidade organizacional, regulamentação legal.	As empresas com um baixo desempenho não ofuscam os utilizadores da informação através de narrativas complexas. Não foi encontrada associação da legibilidade com outras variáveis.
Courtis (2004)	Hong Kong	60	Relatórios anuais, Relatórios provisórios, prospetos	Flesch	Desempenho da empresa, maturidade da empresa, complexidade da sociedade.	A dificuldade de leitura e a variação da legibilidade estão associadas a más notícias.
Merk-Davies (2007)	Reino Unido	93	Relatórios do presidente	Flesch, Flesch Kincaid, Medidas de coesão	Boa e más notícias, tamanho da empresa, industria	Os relatórios do presidente de grandes empresas são menos coesos e por conseguinte mais difíceis de ler do que os das pequenas empresas.

Fonte: Baseado de Merkl-Davies e Brennan (2007, p. 134-138)

2.3.2.2 Manipulação retórica

A manipulação retórica é retratada pelo uso de uma linguagem persuasiva, em que existe uma gestão de escolhas linguísticas e artifícios retóricos, como meio de ofuscação dos utilizadores da informação. Assim, os gestores tentam ocultar o desempenho real da empresa através de, por exemplo pronomes e voz passiva. Normalmente, estas técnicas são utilizadas quando o desempenho tende a ser negativo (Brennan et al., 2009; Merkel-Davies & Brennan, 2007).

Thomas (1997) conclui que as mensagens dos gestores para os acionistas diferem dos anos rentáveis para os não rentáveis. Mas este refere que os gestores não mentem e que é possível ler nas entrelinhas para se retirar conclusões.

Sydserrf e Weetman (2002) examinam a associação entre o tom verbal e o desempenho financeiro. Eles encontraram uma evidência limitada de IM, mas concluíram que a gestão era imparcial na apresentação das informações narrativas.

Yuthas et al., (2002) puderam constatar que as empresas com ganhos positivos ou negativos inesperados apresentam um maior nível de recursos retóricos na comunicação do que as empresas que não se deparam com ganhos inesperados. O que parece sugerir que os gestores com ganhos inesperados utilizam as secções narrativas não para fins de IM mas sim para enfatizar a sua honestidade e lealdade.

Na Tabela 3 apresenta-se o resumo dos estudos de manipulação da retórica.

Tabela 3: Resumo dos estudos de manipulação da retórica

Estudo	País	Amostra	Secção narrativa	Método de observação da retórica	Variáveis independentes	Resultados
Thomas (1997)	Estados Unidos	1	Mensagens para os acionistas	Construção passiva, Início de frases, Relação entre o primeiro parágrafo e o último, Eufemismos	Desempenho da empresa	As más notícias são um facto objetivo e não atribuíveis a indivíduos pensados para ser responsáveis.
Sydserrf e Weetman (2002)	Reino Unido	27	Relatório do presidente	Índice de transitividade, dicção	Desempenho da empresa	O índice de transitividade é ponderado mas não sobrepõe o uso de pontuações de legibilidade.
Yuthas et al. (2002)	Estados Unidos	14	Carta do presidente e discussão e análise de gestão	Compreensibilidade, veracidade, legitimidade, sinceridade, dicção.	Desempenho da empresa	Desempenhos muito positivos e muito negativos são mais comunicados.

Fonte: Baseado de Merkl-Davies e Brennan (2007, p. 140)

2.3.3 Conclusões das pesquisas empíricas de IM

Estudos com foco na manipulação da facilidade de leitura e na manipulação retórica têm sido inconclusivos. E muitos desses estudos não encontraram associação entre essas estratégias de divulgação discricionárias e o desempenho financeiro negativo.

A evidência geral relativa à manipulação retórica parece sugerir que as empresas não usam a linguagem persuasiva nos documentos narrativos com o intuito de ofuscar os resultados negativos (Merkl-Davies & Brennan, 2007).

Existe também quem defenda que estes resultados mistos e inconclusivos podem ser interpretados como uma evidência de que a informação discricionária se trata de informação incremental, relevante para a tomada de decisão dos gestores e não como IM. Os instrumentos retóricos podem, desta forma servir para esclarecer e manter a legitimidade organizacional dos utilizadores da informação (Yuthas et al., 2002).

2.4 Desenvolvimento de hipóteses

O presente trabalho focaliza-se na interação das estratégias de manipulação retórica e manipulação da legibilidade com a divulgação de informação sobre risco incluída os relatórios anuais nas secções do relatório de gestão, anexo e relatório do governo das sociedades. Mais concretamente, o presente trabalho pretende analisar os fatores explicativos da legibilidade/compreensibilidade das divulgações sobre risco. De acordo com a literatura anterior os fatores explicativos relacionam-se com a dimensão, rendibilidade, endividamento e setor de atividade.

2.4.1 Dimensão

Em consonância com a teoria da agência, as empresas de maior dimensão encontram-se mais dependentes de capitais externos para se financiarem e enfrentam mais custos de agência devido a assimetrias de informação (Jensen & Meckling, 1976). Estando mais dependentes de capitais externos, os gestores tendem a aumentar a confiança dos

stakeholders diminuindo as assimetrias de informação e aumentando a credibilidade da empresa, através do aumento de informação sobre risco.

A literatura anterior tem concluído que a divulgação da informação sobre risco está associada com a dimensão das empresas, como forma de reduzir custos de agência e gerir a reputação corporativa, tanto ao nível das empresas não financeiras (Oliveira et al., 2011b), como nas empresas financeiras (Oliveira et al., 2013b).

Informação sobre risco é comercialmente sensível. Logo, é expectável que os gestores das empresas de maior dimensão e, portanto, mais facilmente escrutinadas pelos seus *stakeholders* relevantes, na divulgação deste tipo de informação, utilizem estratégias de comunicação que lhes permitam gerir a reputação da empresa, nomeadamente, perante períodos de potencial quebra de reputação (como no caso da recente crise financeira mundial). Desta forma tendem a construir uma determinada imagem pública sobre os factos e/ou eventos que se encontram a relatar e que podem ou não ser consistentes com a forma como a gestão vê esses factos e/ou eventos (Merkl-Davies et al., 2011).

H1a: O nível de compreensibilidade da informação sobre risco está associado com a dimensão da empresa?

H1b: O nível de legibilidade da informação sobre risco está associado com a dimensão da empresa?

2.4.2 Rendibilidade

Existem vários estudos que defendem uma relação positiva entre o desempenho da empresa e a divulgação de informação (Debreceeny & Rahman, 2005; Ousama et al., 2012; Raffournier, B., 1995). Verrecchia (1983) refere que as empresas estabelecem um limiar de rendibilidade a partir do qual devem divulgar. No entanto, existem estudos que encontram relações inversas entre a divulgação e a rendibilidade (Cooke, 1989 e Garcia-meca et al., 2005).

Em conformidade com a teoria da sinalização, as empresas mais rentáveis são estimuladas a divulgar em maior quantidade para se distinguirem das demais no mercado (Morris, 1987; Smith e Taffler, 1992 e Rutherford, 2003). De acordo com a teoria da agência, a assimetria de informação incentiva os gestores à adoção de comportamentos oportunistas. Adelberg (1979) defende que os gestores tendem a ofuscar as suas falhas e a destacar os seus

sucessos. À luz da teoria dos *stakeholders* as empresas não podem ser entendidas apenas como uma instituição sócio-económica pois existem várias partes interessadas em que a organização seja bem-sucedida. Dada a crise financeira os recursos são ainda mais escassos e como tal os gestores podem ser levados a manipular as percepções dos *stakeholders* nas informações divulgadas (Merkl-Davies, 2007).

H2a: O nível de compreensibilidade da informação sobre risco está associado com a rendibilidade da empresa?

H2b: O nível de legibilidade da informação sobre risco está associado com a rendibilidade da empresa?

2.4.3 Endividamento

Quanto maior é o nível de endividamento de uma empresa mais informação será exigida pelos credores. Em conformidade com a teoria da agência, as empresas tendem a divulgar mais informação com o intuito de diminuir assimetrias e os respetivos custos de agência (Jensen & Meckling, 1976).

Por outro lado, de acordo com a teoria da sinalização, empresas menos endividadas podem divulgar mais informação com o intuito de mostrarem perante o mercado a sua superioridade e viabilidade (Akerlof, 1970).

A literatura anterior tem concluído que empresas com um bom desempenho tendem a sinalizar essa superioridade perante as outras empresas através de uma maior transparência na divulgação e apresentação da informação da empresa (Morris, 1987; Smith e Taffler, 1992 e Rutherford, 2003). Sendo a informação sobre risco uma matéria bastante sensível, principalmente para os credores, isto leva a que os gestores tenham tendência a descrever os resultados organizacionais positivos em maior detalhe do que os resultados negativos para com isso melhorar a percepção que os terceiros têm sobre o seu desempenho (Merkl-Davies et al., 2011) podendo para o efeito utilizarem estratégias de IM.

H3a: O nível de compreensibilidade da informação sobre risco está associado com o endividamento da empresa?

H3b: O nível de legibilidade da informação sobre risco está associado com o endividamento da empresa?

2.4.4 Setor de atividade

Existe literatura onde foi encontrada uma associação entre a divulgação de informação e o setor de atividade (Branco et al., 2011; Ousama et al., 2012). No entanto, existem outros estudos que não encontraram qualquer associação entre estas duas variáveis (Beretta & Bozzolan, 2004; Debreceeny e Rahman, 2005; Garcia-meca et al., 2005).

As teorias da sinalização e da legitimidade podem explicar a relação entre a divulgação e o setor de atividade. Normalmente, as empresas tendem a seguir um modelo de divulgação de empresa e que, normalmente, está relacionada com o seu sector de atividade. A divulgação funciona como forma de legitimar a empresa, principalmente aquelas mais ambientalmente sensíveis, ou como forma de conseguir gerir os seus riscos de reputação. Sendo assim, os gestores podem sentir necessidade de gerir a estratégias de comunicação da informação sobre risco com os seus *stakeholders*.

H4a: O nível de compreensibilidade da informação sobre risco está associado com ao sector de atividade da empresa?

H4b: O nível de legibilidade da informação sobre risco está associado com ao sector de atividade da empresa?

3. Metodologia de investigação

3.1 Amostra

Na realização do presente estudo foi utilizado uma população de empresas com valores mobiliários admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários regulamentado Euronext Lisbon ao longo de um período temporal de 3 anos: 2007, 2010 e 2013.

Com o objetivo de averiguar quais os fatores explicativos dos níveis de compreensibilidade e legibilidade da informação sobre risco divulgada, foi extraída uma amostra emparelhada para cada um dos anos em análise. Para o efeito, apenas foram consideradas as empresas cotadas não financeiras, com relatórios de risco e gestão publicados no Relatório de Gestão, Anexo e Governo das Sociedades, em cada um dos anos da amostra. Todas as empresas financeiras e seguradoras foram excluídas, por motivos relacionados com os seus modelos de negócio que as sujeitam a um conjunto de riscos específicos. As sociedades desportivas foram igualmente excluídas, assim como todas as empresas não financeiras sem informação disponível. A amostra final contempla um total de 37 empresas não financeiras, ao longo o período temporal de 2007, 2010 e 2013, perfazendo um total de 111 observações.

3.2 Variáveis dependentes

Todos os relatórios e contas das empresas incluídas na amostra foram recolhidos e sujeitos a uma análise de conteúdo. A análise de conteúdo é bastante utilizada em estudos de análise de relato das empresas. Jones e Shoemaker (1994) referem que a análise de conteúdo é um método de investigação, que permite retirar conclusões das características do relato de informação. Moraes (1999) afirma que a análise de conteúdo além de uma metodologia de pesquisa utilizada para interpretar o conteúdo de documentos é também utilizada para compreender e interpretar mensagens que podem não ser interpretadas numa leitura comum. Desta forma, a análise de conteúdo foi utilizada para quantificação da divulgação de informações narrativas sobre risco divulgadas nos relatórios anuais.

A análise de conteúdo foi efetuada em três fases. Numa primeira fase, foram selecionados os documentos que, dentro do Relatório e Contas i no ano t, continham informação sobre risco. Para o efeito, foram selecionadas as secções do relatório de gestão, anexo e governo das sociedades que abordam temas de risco e gestão de risco.

A razão da escolha referida radica no seguinte: de acordo com o n.º 1, do art.º 66 Código das Sociedades Comerciais “o relatório de gestão deve conter (...) uma descrição dos principais riscos e incertezas com que a mesma se defronta.” Além disso, de acordo com o n.º 1, do artigo 66º-A do Código das Sociedades Comerciais “as empresas devem prestar informação, no anexo às contas: a) (...) divulgação de (...) riscos (...) para efeitos de avaliação a situação financeira da sociedade;”. O Relatório do Governo das Sociedades tem na sua estrutura uma secção para controlo interno e gestão de risco. Numa segunda fase, foram selecionados os textos narrativos de cada um dos documentos identificados na fase anterior. Estes textos foram copiados para o *software Microsoft Word*, onde foram formatados, para eliminação de gráficos, imagens ou tabelas. Posteriormente, numa fase seguinte, estes textos foram introduzidos no programa informático *TextMeter* para cálculo das seguintes métricas: número de palavras, número de frases e índice de facilidade de leitura de *Flesch*.

O número de palavras tem vindo a ser utilizado por alguns estudos (Abraham & Cox, 2007; Clatworthy e Jones, 2006; Fernandes & Silva, 2007; Merkl-Davies et al., 2011; Schroeder & Gibson, 1992). Segundo Zeghal e Ahmed (1990) a contagem de palavras defende a consistência o cálculo da quantidade de divulgação uma vez que é uma unidade de medida mais pequena para análise.

O número de frases é uma métrica também bastante utilizada e defendida por alguns estudos (Abraham & Cox, 2007; Hackston & Milne, 1996; Linsley & Shirves, 2006; Linsley & Lawrence, 2007 e Schroeder & Gibson, 1992), como sendo uma métrica que é feita de uma forma global, no seu conjunto para compreender o seu significado.

Por último o índice de facilidade de leitura de *Flesch*, segundo Courtis (1998) tem sido a ferramenta preferencial dos investigadores devido ao fácil acesso desta ferramenta para os computadores e pela facilidade de interpretação e comparação com outros estudos (Courtis, 1998; Linsley & Lawrence, 2007; Schroeder & Gibson, 1992 e Smith & Smith, 1971).

Os resultados da fórmula de Facilidade de Leitura de *Flesch* (Flesch, 1948) caem no intervalo de 0 a 100. O valor de 0 indica uma baixa legibilidade, enquanto o valor de 100 indica que o texto tem uma alta legibilidade. A expressão é construída à custa do

comprimento médio da frase e do número médio de sílabas por palavra. A métrica é calculada da seguinte forma:

$$\text{Índice de Facilidade de Leitura de Flesch} = 206,835 - (1,015 \times \text{CMF}) - (84,6 \times \text{MSF})$$

Onde:

CMF = comprimento médio da frase (número de palavras dividido pelo número de frases)

MSF = comprimento médio de sílabas por palavras (número de sílabas dividido pelo número de palavras)

Apesar de a fórmula de Facilidade de Leitura de *Flesch* ter sido desenvolvida e estudada para a língua Inglesa, segundo Cavique (2008, p.62) “como não está dependente de um dicionário, pode perfeitamente ser utilizada em Português”. Contudo, o presente trabalho segue a metodologia de Porto et al., (2014). Os autores, para a análise da legibilidade de textos em Português utilizaram a fórmula de Facilidade de Leitura de *Flesch* disponibilizada pelo *software TextMeter* ajustado para medir os índices corretamente implementados para a língua Portuguesa. Para o efeito, o *software TextMeter* disponibiliza, de forma automática, as restantes métricas utilizadas no presente estudo: número de palavras e número de frases. O presente estudo tenta analisar quais os fatores explicativos da utilização de estratégias de IM nos textos narrativos de informação sobre risco divulgados pelas empresas não-financeiras Portuguesas cotadas, no período de 2007-2013. As estratégias de IM analisadas são: a manipulação retórica e a manipulação da legibilidade. A Tabela 4 apresenta a forma como foram avaliadas estas duas estratégias.

Tabela 4 – Definição das estratégias de IM

Estratégias de IM	Mensuração
Manipulação retórica	Soma do número de palavras Soma do número de frases
Manipulação da legibilidade	Índice de facilidade de leitura de Flesch

A manipulação retórica é colocada em prática para dificultar a compreensão das narrativas ou omitir ou distorcer determinadas informações como é o caso do desempenho da

empresa. Desta forma está associada à manipulação da compreensibilidade. De acordo com a literatura anterior a manipulação retórica foi medida através das seguintes proxies: soma do número de palavras e soma do número de frases.

Quanto à manipulação da legibilidade esta foi mensurada através do índice de facilidade de leitura *Flesch*. Merkl-Davies e Brennan (2011) referem o facto de a linguagem ser uma ferramenta poderosa através da qual os gestores podem realizar discursos dominantes para mostrar o seu poder aos *stakeholders* e realçar desta forma os resultados da empresa em seu favor.

A análise da legibilidade tem a sua psicologia social e existem vários métodos para medir a legibilidade. Normalmente os recursos mais utilizados para analisar a legibilidade em textos é o comprimento das frases ou o número de sílabas. Contudo, de acordo com Brennan et al. (2009) existem algoritmos que, utilizando estas duas métricas calculam a legibilidade de um texto: Fog, Flesch, Kwolek, Date-Chall, Lix, Fry, Cloze, Texture index e Diction. Contudo, o índice de facilidade de leitura de *Flesch*, que conta as variáveis de linguagem num texto medindo desta forma a provável dificuldade de leitura para os utilizadores da informação, é comumente utilizada na literatura anterior.

Para cálculo do índice de compreensibilidade e do índice de legibilidade foram aplicados os procedimentos de Merkl-Davies et al., (2011). As variáveis originais (número de palavras, número de frases e índice de facilidade de leitura de *Flesch*) foram previamente standardizadas. Posteriormente, foram calculados os índices de compreensibilidade/legibilidade da empresa j no período t .

Índice de Compreensibilidade $_{jt} = Z$ (Número de palavras $_{jti}$) + Z (Número de frases $_{jti}$)

Índice de Legibilidade $_{jt} = Z$ (índice de facilidade de leitura de *Flesch* $_{jti}$)

Onde:

$$j = 1, 2, \dots, n=37$$

$$t = \{2007, 2010, 2013\}$$

$$i = \{\text{relatório de gestão, anexo, relatório de governo das sociedades}\}$$

3.3 Variáveis independentes

As variáveis independentes foram extraídas dos relatórios e contas das empresas incluídas na amostra, em cada um dos períodos de análise. A Tabela 5 apresenta as variáveis independentes, a forma como foram avaliadas e o sinal esperado.

Tabela 5 - Definição das variáveis independentes

Variáveis Independentes	Mensuração	Sinal Previsto
Dimensão	Total do ativo (Milhões de Euros)	?
Rendibilidade	Return on Assets = Resultado antes de Impostos / Total do Ativo	?
Endividamento	Rácio de Endividamento = Total do Passivo / Total do Ativo	?
Setor de atividade	Variável dummy = 1 se a empresa for industrial e 0 no caso contrário	?

A variável dimensão, segundo Cooke (1992) pode ser determinada através do total do ativo, capital social, volume de negócios, número de acionistas, entre outros. Existem outros estudos que estudaram a dimensão através do total do ativo (Borges, 2011; Linsley & Shirves, 2006; Merkl-Davies et al., 2011; Oliveira, et al., 2011b). No presente estudo a variável dimensão foi avaliada através do total de ativo de cada um dos três anos definidos.

A variável rendibilidade foi mensurada através do rácio rendibilidade do ativo calculado pelo quociente resultado antes de imposto (EBIT) sobre o total do ativo. A rendibilidade tem vindo a ser analisada em vários estudos (Beretta & Bozzolan, 2004; Merkl-Davies & Brennan, 2007; Merkl-Davies et al., 2011; Smith & Smith, 1971).

A variável endividamento foi mensurada pelo rácio endividamento que é obtido através do quociente total do passivo sobre o total do ativo. Este método de cálculo tem sido utilizado em outros estudos (Abraham and Cox, 2007; Amran et al., 2009; Deumes and Knechel, 2008; Hassan, 2009 e Oliveira et al., 2011b).

A variável setor de atividade foi mensurada através de uma variável *dummy* que assume o valor 1 se a empresa for industrial e o valor 0 se a empresa não for uma empresa industrial.

Modelo de estimação

O modelo de estimação irá analisar quais os fatores determinantes que afetaram o nível de compreensibilidade e legibilidade da informação sobre risco. Para o efeito especifica-se os seguintes modelos de estimação:

$$\text{Índice de Compreensibilidade}_{jt} = \alpha_0 + \beta_1 \text{Dimensão}_{jt} + \beta_2 \text{Rendibilidade}_{jt} + \beta_3 \text{Endividamento}_{jt} + \beta_4 \text{Setor de atividade}_{jt} + \dots + \mu_{jt}$$

$$\text{Índice de Legibilidade}_{jt} = \alpha_0 + \beta_1 \text{Dimensão}_{jt} + \beta_2 \text{Rendibilidade}_{jt} + \beta_3 \text{Endividamento}_{jt} + \beta_4 \text{Setor de atividade}_{jt} + \dots + \mu_{jt}$$

onde $t = \{2007, 2010, 2013\}$ e $j = 1, 2, \dots, n=37$.

4. Resultados

A Tabela 6 apresenta os resultados das divulgações das várias categorias de risco, por tipo de documento de divulgação e ano.

No geral a divulgação de risco foi aumentando ao longo dos anos estudados, sendo que de 2007 para 2010 o aumento foi mais notório. Isto pode ser facilmente justificado pelo facto de o país ter mergulhado na crise em 2008, levando a que os gestores sentissem necessidade de divulgar mais informação para tranquilizar os investidores.

Quanto às categorias de risco, conclui-se que as duas categorias de risco mais divulgadas são o risco financeiro, provavelmente devido ao endividamento nos tempos de crise e á necessidade de transparecer confiança, e o risco operacional, devido ao facto de querer transparecer que a atividade operacional da empresa é monitorizada transparecendo assim estabilidade para os *stakeholders*. No entanto, o risco ambiental raramente é mencionado, pois provavelmente as empresas encontram-se mais preocupadas em manter e angariar mais capital do que com a sua responsabilidade social. De uma forma geral, conseguimos averiguar uma evolução da divulgação de todos os tipos de risco, tendo como única exceção o risco estratégico que aumenta de 2007 para 2010, mas volta a diminuir em 2013. Uma possível justificação para esta variação poderá ser as mudanças no ambiente económico que se fizeram sentir em 2008, ou seja, houve mais necessidade de transmitir aos investidores que a empresa detém uma estratégia e objetivos traçado para ultrapassar a crise instalada e, assim passaram uma imagem mais tranquilizadora para o exterior.

Por fim, a divulgação do risco é superior no anexo em 2007, mas nos anos posteriores as empresas optaram por divulgar mais no relatório do governo das sociedades, talvez pelo facto de este estar mais vocacionado para os acionistas das empresas.

Tabela 6 - Categorias de risco divulgadas pelas empresas da amostra

Categorias de Risco	2007			2010			2013		
	Relatório de gestão	Anexo	Governo das Sociedades	Relatório de gestão	Anexo	Governo das Sociedades	Relatório de gestão	Anexo	Governo das Sociedades
Risco Financeiro	9	32	11	15	36	25	13	37	31
Risco Operacional	6	6	11	13	6	25	15	7	29
Risco Ambiental	0	1	2	1	1	7	3	2	9
Risco Estratégico	1	10	4	5	9	11	1	10	9
Risco de Regulação	0	3	4	7	3	17	6	3	27
Risco de Controlo Interno	2	0	13	4	0	25	3	0	33

A Tabela 7 apresenta os valores médios das variáveis dependentes originais associadas à compreensibilidade e legibilidade da informação sobre risco.

Tabela 7 – Valores médios de divulgação sobre risco

	2007	2010	2013	Estatística Kruskal-Wallis
Relatório de Gestão				
- Número de palavras	259,514	828,806	816,895	3,717
- Número de frases	7,270	26,556	24,289	4,174
- Índice de Flesch	6,432	10,500	9,421	2,856
Anexo				
- Número de palavras	981,703	1 297,639	1 397,816	3,349
- Número de frases	34,243	44,306	48,658	2,742
- Índice de Flesch	25,649	26,278	28,053	0,684
Governo das Sociedades				
- Número de palavras	524,081	1 553,278	2 470,105	32,203 ***
- Número de frases	15,297	50,833	77,342	33,901 ***
- Índice de Flesch	7,730	13,528	15,921	15,232 ***
Estatística Kruskal-Wallis				
- Número de palavras	24,159***	14,808***	30,875***	
- Número de frases	29,098***	16,863***	33,671***	
- Índice de Flesch	35,877***	25,655***	39,515***	

Diferenças estatisticamente significativas a níveis de significância de: ***0,01; **0,05; *0,1

Pode-se verificar que o ano de 2010 é o ano com menores valores médios e o ano de 2013 com maiores valores médios. Pela análise do número de palavras e frases pode-se verificar que o relatório do governo das sociedades é o local com maior divulgação de informação sobre risco. Contudo, os valores médios do índice de facilidade de leitura de *Flesch* é muito baixo, indicando que os textos narrativos são de difícil leitura. Em cada ano, ao longo dos vários documentos analisados, os valores médios das três variáveis analisadas (número de

palavras, número de frases e índice de legibilidade de *Flesch*) são significativamente diferentes ($p\text{-value} < 0,01$). No entanto, tendo em conta cada documento de divulgação, considerado individualmente, existem diferenças estatisticamente significativas ($p\text{-value} < 0,01$) nos valores médios das variáveis, ao longo dos três anos, apenas nas divulgações incluídas no Relatório do Governo das Sociedades. Ao longo dos três anos o montante de divulgações aumenta (número de palavras, número de frases), melhorando a compreensibilidade dos textos. A legibilidade também aumenta e, portanto, melhora.

A Tabela 8 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis dependentes e das variáveis independentes.

Tabela 8 - Estatísticas descritivas (variáveis originais)

Variáveis	Mensuração	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão	Skewness
Relatório de Gestão							
Número de palavras	Soma	111	0,000	9 914,000	634,964	1 459,407	4,568
Número de frases	Soma	111	0,000	339,000	19,351	46,275	4,961
Índice de Flesch	Índice	111	0,000	38,000	8,775	11,525	0,899
Anexo							
Número de palavras	Soma	111	0,000	5 150,000	1 226,622	1 068,562	2,101
Número de frases	Soma	111	0,000	199,000	42,441	35,574	2,230
Índice de Flesch	Índice	111	0,000	57,000	26,676	13,440	-0,300
Governo das Sociedades							
Número de palavras	Soma	111	0,000	6 940,000	1 524,081	1 628,595	1,201
Número de frases	Soma	111	0,000	226,000	48,063	51,099	1,182
Índice de Flesch	Índice	111	0,000	42,000	12,414	10,140	0,318
Dimensão	Milhões Euros	111	26,310	42 649,900	3 081,525	6 635,595	4,471
Rendibilidade	Rácio	111	-0,140	1,570	0,043	0,154	9,063
Endividamento	Rácio	111	0,070	1,440	0,723	0,189	0,428
					Soma	Porcentagem	
Setor de atividade	Variável <i>dummy</i>	1 = empresa industrial			39	35%	
		0 = empresa não industrial			72	65%	

Tendo em conta o número de palavras e o número de frases o anexo e o relatório do governo das sociedades são em média os documentos onde a divulgação sobre risco é de mais difícil compreensão, mas de mais fácil legibilidade, em comparação com o relatório de gestão. Isto pode dever-se ao facto de o anexo ser uma demonstração financeira, e como tal, assim como o relatório do governo das sociedades, obedecer a regras que poderão de alguma forma influenciar o grau de complexidade e compreensibilidade. No caso do relatório de gestão, como é um documento que serve de complemento às demonstrações financeiras, informando apenas as partes interessadas do que aconteceu durante o ano

económico da empresa, mostra-se mais propício a evidenciar uma mensagem com melhor compreensão.

Em termos médios a rendibilidade das empresas da amostra é muito baixa e o seu nível de endividamento muito elevado, o que se ajusta às características do tecido empresarial Português, assim como evidencia os efeitos da recente crise financeira mundial.

Quanto ao setor de atividade conclui-se que cerca de 35% das empresas incluídas na amostra são industriais.

A Tabela 9 mostra a análise sobre se as variáveis dependentes e independentes seguem uma distribuição normal.

Tabela 9 - Testes da normalidade das variáveis dependentes e independentes

Variáveis	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Estatística	df	p-vaue	Estatística	df	p-value
<i>Painel A: Variáveis dependentes</i>						
Relatório de Gestão						
Número de palavras	0,332	111	0,000	0,466	111	0,000
Número de frases	0,338	111	0,000	0,443	111	0,000
Índice de Flesch	0,344	111	0,000	0,754	111	0,000
Anexo						
Número de palavras	0,164	111	0,000	0,783	111	0,000
Número de frases	0,176	111	0,000	0,785	111	0,000
Índice de Flesch	0,086	111	0,043	0,969	111	0,010
Governo das Sociedades						
Número de palavras	0,175	111	0,000	0,853	111	0,000
Número de frases	0,173	111	0,000	0,856	111	0,000
Índice de Flesch	0,160	111	0,000	0,925	111	0,000
<i>Painel B: Variáveis dependentes (índice de compreensibilidade/legibilidade)</i>						
Índice de Compreensibilidade	0,142	111	0,000	0,892	111	0,000
Índice de Legibilidade	0,069	111	,200*	0,975	111	0,034
<i>Painel C: Variáveis independentes</i>						
Dimensão	0,323	111	0,000	0,453	111	0,000
Rendibilidade	0,335	111	0,000	0,286	111	0,000
Endividamento	0,080	111	0,078	0,950	111	0,000

a. Lilliefors Significance Correction

Os resultados da Tabela 9 evidenciam que, com exceção das variáveis “índice de legibilidade” (p-value > 0,05) e “endividamento” (p-value > 0,05), nenhuma das restantes variáveis dependentes e independentes apresenta uma distribuição normal (p-value < 0,05).

A Tabela 10 mostra a matriz de correlações entre as variáveis dependentes “índice de compreensibilidade” (Painel A) e “índice de legibilidade” (Painel B) e as demais variáveis independentes.

Tabela 10 - Matriz de correlações

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Painel A: Nível de Compreensibilidade</i>					
(1) Índice de Compreensibilidade	1,000				
(2) Dimensão	,577 ***	1,000			
(3) Rendibilidade	,150 *	,253 ***	1,000		
(4) Endividamento	-,166 **	-,123	-,202 **	1,000	
(5) Setor de Atividade	-,116	-,029	-,059	,263 ***	1,000
<i>Painel B: Nível de Legibilidade</i>					
(1) Índice de Legibilidade	1,000				
(2) Dimensão	-,128 *	1,000			
(3) Rendibilidade	-,006	,253 ***	1,000		
(4) Endividamento	-,046	-,123	-,202 **	1,000	
(5) Setor de Atividade	-,216 **	-,029	-,059	,263 ***	1,000

Correlações estatisticamente significativas a níveis de significância de: ***0,01; **0,05; *0,1

Quanto à compreensibilidade, os resultados da Tabela 10 (painel A) mostram a existência de correlações positivas estatisticamente significativas entre o índice de compreensibilidade e a variável dimensão (p-value < 0,01) e a rendibilidade (p-value < 0,1). Tais resultados corroboram as hipóteses H1a e H2a. Por sua vez, os resultados também apresentam uma correlação negativa entre o índice de compreensibilidade e o endividamento (p-value < 0,01), corroborando a hipótese H3a. Entre a variável índice de compreensibilidade e setor de atividade não existe qualquer correlação, não suportando a hipótese H4a.

Quanto à legibilidade, os resultados da Tabela 10 (painel B) mostram a existência de correlações negativas estatisticamente significativas entre o índice de legibilidade e a variável dimensão (p-value < 0,1) e o setor de atividade (p-value < 0,05). Tais resultados corroboram as hipóteses H1b e H4b. Entre a variável índice de legibilidade e as restantes

variáveis dependentes (rendibilidade e endividamento) não existe qualquer correlação, não suportando as hipóteses H2b e H3b.

A análise da matriz de correlações mostra também, entre as várias variáveis independentes, níveis de correlação muito baixos, evidenciando a não existência de problemas de multicolinearidade entre elas.

Análise de regressão

Para poder concluir sobre a confirmação ou não das hipóteses formuladas recorreu-se à análise de regressão. Foi usado o modelo de regressão linear múltipla (MRLM). O modelo de regressão foi estimado com recurso ao Método dos Mínimos Quadrados, tendo presente que estamos perante dados em painel balanceados. Para o efeito, foi utilizado um modelo para dados *pooled*, mas foram também aferidas as hipóteses de existência de efeitos fixos e de efeitos aleatórios.

A violação da normalidade da distribuição, sugerida pelos testes Kolmogorov-Smirnov (K-S) e Shapiro-Wilk, para as variáveis dependentes e para as variáveis independentes (Tabela 9), pode ter consequências relevantes nas inferências sobre estas mesmas variáveis, quando trabalhadas no modelo de regressão, o que obrigou a previamente efetuar um procedimento de normalização de todas, através da transformação de *Blom*, conforme sugerido por Cooke (1988).

Os pressupostos do modelo foram verificados quanto a *outliers*, autocorrelação, multicolinearidade, heterocedasticidade e distribuição normal dos resíduos, sendo que a tabela 11 apresenta os resultados do modelo de regressão utilizado. Para testar a existência de multicolinearidade foram calculados os *Value Inflated Factors*. O maior destes valores (VIF Modelo 1 = 1,357; VIF Modelo 2 = 1,357), sugere que o problema da multicolinearidade é mínimo. O teste de heterocedasticidade de White foi efetuado para testar a homogeneidade das variâncias dos resíduos. A Tabela 11 demonstra que os resultados, em ambos os modelos, não apresentam heterocedasticidade ($p\text{-value} > 0,05$). O teste de Kolmogorov-Smirnov (com correção de Lilliefors) foi utilizado para testar a normalidade dos resíduos, sendo que os resultados evidenciam que os mesmos, em ambos os modelos, seguem uma distribuição normal ($p\text{-value} > 0,05$). Para testar os níveis de autocorrelação foi utilizada a estatística de Durbin-Watson, apresentando valores (DW Modelo 1 = 1,450; DW Modelo 2 = 2,307) que sugerem que o problema de autocorrelação é mínimo.

Tabela 11 - Resultados da regressão OLS para a compreensibilidade e legibilidade do relato financeiro sobre risco

	Sinal previsto	Modelo 1 Índice de Compreensibilidade (N = 111)				Modelo 2 Índice de Legibilidade (N = 111)			
		Modelo Pooled				Modelo Pooled			
		Coefficientes	Estatística t	p-value	VIF	Coefficientes	Estatística t	p-value	VIF
Constante		-0,633	-5,552	0,000		-0,272	-1,617	0,109	
Dimensão	?	0,541	8,584	0,000	1,078	-0,156	-1,677	0,097	1,078
Rendibilidade	?	0,058	0,895	0,373	1,123	0,059	0,623	0,534	1,123
Endividamento	?	-0,076	-1,173	0,243	1,123	-0,001	-0,015	0,988	1,123
Setor de Atividade	?	-0,170	-1,307	0,194	1,076	-0,451	-2,350	0,021	1,076
Ano de 2010	?	0,840	5,670	0,000	1,344	0,552	2,525	0,013	1,344
Ano de 2013	?	1,227	8,350	0,000	1,357	0,735	3,388	0,001	1,357
Ajustamento do modelo:									
R ²			0,616				0,164		
R ² ajustado			0,594				0,116		
Estatística F			27,856	0,000			3,406	0,004	
Durbin-Watson			1,450				2,307		
Heterocedasticidade dos resíduos									
Teste de White			1,318	0,237			0,674	0,731	
Normalidade dos resíduos									
Teste de Kolmogorov-Smirnov			0,053	0,200			0,039	0,200	
Hipótese de existência de efeitos fixos:									
Teste F			0,101	0,904			0,005	0,883	
Hipótese de existência de efeitos aleatórios:									
Teste de Breusch-Pagan			1,530	0,216			1,541	0,214	

A Tabela 11 demonstra que os modelos de regressão são válidos em termos globais, significando que são em geral estatisticamente significativos para explicar os níveis de compreensibilidade e legibilidade das divulgações sobre risco (F do Modelo 1 = 27,856 com um $p\text{-value} < 0,01$; F do Modelo 2 = 3,406 com $p\text{-value} < 0,01$). A obtenção de um R^2 ajustado de 0,594, no Modelo 1, e de um R^2 ajustado de 0,116 no Modelo 2 evidencia que o poder explicativo das variáveis independentes na variação do índice de compreensibilidade e legibilidade é de 59,40% e 11,60%, respectivamente. Como os dados em análise eram dados em painel (balanceados) os modelos OLS foram utilizados para dados *pooled*. Para analisar se os modelos OLS para dados *pooled* eram apropriados foi avaliada a hipótese da existência de efeitos fixos, através da estatística F (F no Modelo 1 = 0,101 com um $p\text{-value} > 0,05$; F no Modelo 2 = 0,005 com um $p\text{-value} > 0,05$), assim como a hipótese da existência de efeitos aleatórios, através da estatística de Breusch-Pagan (LM no Modelo 1 = 1,530 com um $p\text{-value} > 0,05$; LM no Modelo 2 = 1,541 com um $p\text{-value} > 0,05$). Estes resultados sugerem que os modelos OLS para dados *pooled* são apropriados, pois não validam nem a hipótese da existência de efeitos fixos, nem a existência de efeitos aleatórios.

Índice de compreensibilidade

Os resultados da tabela 11 evidenciam que o índice de compreensibilidade está associado positivamente com a dimensão da empresa ($p\text{-value} < 0,01$) sugerindo que a hipótese H1a suportadas. Esta conclusão vai de encontro à literatura anterior (Oliveira et al., 2011a; Oliveira et al., 2013b). As empresas de maior dimensão divulgam mais informação sobre risco, com menor compreensibilidade.

O índice de compreensibilidade não está associado com a rendibilidade, o endividamento e o setor de atividade, não se suportando as hipóteses H2a, H3a e H4a.

Índice de legibilidade

Os resultados da tabela 11 evidenciam que o índice de legibilidade está associado negativamente com a dimensão da empresa ($p\text{-value} < 0,1$) e o setor de atividade ($p\text{-value} < 0,05$), sugerindo que as hipóteses H1b e H4b são suportadas. As empresas de maior dimensão, normalmente do setor industrial, divulgam informação sobre risco com menor legibilidade (de difícil leitura). O índice de legibilidade não está associado com a rendibilidade e o endividamento, não se suportando as hipóteses H2b, H3b.

5. Conclusões

Este estudo analisou a divulgação de risco por parte das empresas portuguesas não financeiras cotadas em bolsa nos anos de 2007, 2010 e 2013. Recolhidos os relatórios e contas destas empresas foram analisados o Relatório de Gestão, Anexo e Relatório do Governo das Sociedades e a sua interação com duas das sete estratégias de IM. Com base na análise de conteúdo efetuado aos relatórios das empresas e contas obtivemos dados que nos ajudaram à verificação do índice de legibilidade e compreensibilidade dos relatórios. Para a análise da compreensibilidade, observada através da estratégia de IM, manipulação retórica, foram analisados o número de palavras e de frases. Para a verificação do índice de legibilidade recorremos ao índice de Facilidade de Leitura de *Flesch*, que mede a facilidade de leitura dos relatórios de risco.

A definição das hipóteses foi de encontro à literatura desenvolvida anteriormente sobre risco e sobre IM e suportada nas teorias de agência, sinalização, legitimidade e *stakeholders*.

Os resultados do modelo de regressão utilizado mostram que apenas a variável dimensão apresenta uma influência positiva no índice de compreensibilidade, pode-se observar ainda que o setor de atividade e a dimensão influenciam negativamente o índice de legibilidade. Quer isto dizer que empresas de maior dimensão divulgam mais informação mas com menor compreensibilidade. As empresas de maior dimensão normalmente do setor industrial divulgam mais informação mas com menor legibilidade.

Os tipos de risco mais divulgados continuam a ser o risco financeiro e o risco operacional, tal como verificado na literatura anterior.

O relatório de gestão dos três documentos analisados é o documento em que existe uma maior dificuldade de legibilidade. No entanto, o Relatório do Governo das Sociedades é o relatório em que existe uma maior divulgação o que poderá ser justificado pela orientação deste documento para o exterior e para os *stakeholders*.

É bastante patente nos resultados obtidos a influência que o meio envolvente da empresa possui nesta, pois a crise financeira revela-se uma boa influência em termos de divulgação, visto que as empresas aparentam divulgar mais com o intuito de manter ou obter mais capital para a empresa. No entanto, em termos de rácios de endividamento e de rentabilidade a crise financeira denota-se ser uma influência negativa.

Contudo, os resultados e conclusões obtidas neste trabalho devem ter em conta as limitações que nos foram colocadas ao longo desta análise empírica. Em primeiro lugar deve ser tida em conta a dimensão da amostra, que pode não ser representativa da população, uma vez que a nossa amostra final ficou reduzida a 37 empresas devido à indisponibilidade de informação. Uma segunda limitação ao presente trabalho prende-se com o facto de apenas serem analisados três anos, justificado pelo tempo disponível para a execução do estudo. Nos relatórios anuais analisados verificou-se falta de comparabilidade das divulgações efetuadas pelas empresas. Não existe um padrão de divulgação dos vários tipos de risco, o que também demonstra subjetividade na divulgação de informação sobre risco, as empresas enquadram os vários tipos de risco da forma que acham mais correta e que pode ser diferente das restantes empresas.

Outra das limitações está ligada com as hipóteses colocadas, nós obtivemos um ajustamento num dos modelos que pode ser considerado bastante bom (59,4%), no entanto também é demonstrativo de que podem existir outros fatores explicativos da manipulação da retórica e da legibilidade nos relatórios de risco. A nossa última limitação tem em conta uma grande dispersão dos dados o que nos pode levar a pensar que a seleção de anos pode ter influenciado de alguma forma a nossa amostra.

O nosso estudo é um dos primeiros passos na relação entre a divulgação de risco e as estratégias de IM e da influência destas na perceção dos seus utilizadores. Dadas as limitações mencionadas seria interessante desenvolver uma nova pesquisa com uma abrangência superior no número de anos selecionados. Sendo que já poderiam ser analisados os efeitos da ajuda externa a Portugal.

6. Referências Bibliográficas

- Abraham, S., & Cox, P. (2007). Analysing the determinants of narrative risk information in UK FTSE 100 annual reports. *The British Accounting Review*, 39 (3), 227-248.
- Adelberg, A.H. (1979). Narrative disclosures contained in financial reports: Means of communication or manipulation. *Accounting and Business Research*, 10 (Summer): 179-184.
- Aerts, W. (1994). On the of accounting logic as an explanatory category in narrative accounting disclosures. *Accounting, Organizations & Society*, 19 (4/5): 337-353.
- Aerts, W. (2005). Picking up the pieces: impression management in the retrospective attributional framing of accounting outcomes. *Accounting, organizations and society*, 30(6), 493-517.
- Akerlof G. A., 1970. The Market for Lemons. *Quarterly Journal of Economics*, 89(3), 488-500, apud Trobetta, (2002).
- Almedina, Edições (2013). *Legislação Comercial e das Sociedades Comerciais*. (4ª ed.) Coimbra: Almedina Editora - Decreto.Lei n.º 262/86, de 2 de setembro do Código das Sociedades Comerciais.
- Amran, A., Bin, A.M.R. and Hassan, B.C.H.M. (2009), "Risk reporting: an exploratory study on risk management disclosure in Malaysian annual reports", *Managerial Auditing Journal*, Vol. 24 No. 1, pp. 39-57.
- Bansal, P., & Clelland, I. (2004). Talking trash: Legitimacy, impression management, and unsystematic risk in the context of the natural environment. *Academy of Management Journal*, 47(1), 93-103.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (BCBS). Acesso outubro 25, 2015, de <https://www.bis.org/publ/bcbsca07.pdf>
- Beja, R. (2004). Risk management: gestão, relato e auditoria dos riscos de negócio. Lisboa: Áreas Editora

- Beretta, S., & Bozzolan, S. (2004). A framework for the analysis of firm risk communication. *The International Journal of Accounting*, 39(3), 265-288.
- Borges, M. F. R. (2011). *Impression Management e desempenho organizacional: o caso Português*, Universidade de Aveiro, Aveiro.
- Branco, M. C., Delgado, C., Sousa, C., & Sá, M. (2011). Intellectual capital disclosure media in Portugal. *Corporate Communications: An International Journal*, 16(1), 38-52. doi: 10.1108/13563281111100962
- Brennan, N. M., Guillamon-Saorin, E., & Pierce, A. (2009). Methodological insights: impression management: developing and illustrating a scheme of analysis for narrative disclosures-a methodological note. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 22(5), 789-832.
- Cavique, L. (2008) Legibilidade de artigos científicos: análise de dados da RCC. *Revista de Ciências da Computação*, 3 (3), 59-65.
- Clatworthy, M., & Jones, M. J. (2003). Financial reporting of good news and bad news: evidence from accounting narratives. *Accounting and business research*, 33(3), 171-185.
- Clatworthy, M.A. e Jones, M.J. (2006). Differential patterns of textual characteristics and company performance in the chairman's statement. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 19 (4): 493-511.
- Cooke, T. E. (1989). Disclosure In The Corporate Annual Reports Of Swedish Companies. *Accounting and Business Research*, 19(74), 113-124
- Cooke, T. E. (1992). The Impact of Size, Stock Market Listing and Industry Type on Disclosure in the Annual Reports of Japanese Listed Corporations. [Article]. *Accounting & Business Research (Wolters Kluwer UK)*, 22(87), 229-237.
- Courtis, J.K. (1995). Readability of annual reports: Western versus Asian evidence. *Accounting, Auditing and Accountability Journal* 8 (2): 4-17.

- Courtis, J. K. (1998). Annual report readability variability: tests of the obfuscation hypothesis. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 11(4), 459-472.
- Courtis, J.K. (2004) Corporate report obfuscation: artefact or phenomenon? *British Accounting Review*, 36 (3): 291-312.
- Cristina, N., & Ioana, M. (2013). The Communication Process Of The Financial Reporting. *Annals of Faculty of Economics*, 1(1), 1266-1272.
- Debreceeny, R., & Rahman, A. (2005). Firm-specific determinants of continuous corporate disclosures. *International Journal of Accounting* 40(3), 249-278.
- Deegan, C. (2002). Introduction: the legitimising effect of social and environmental disclosures-a theoretical foundation. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15(3), 282-311.
- Deumes, R. (2008). Corporate risk reporting a content analysis of narrative risk disclosures in prospectuses. *Journal of Business Communication*, 45 (2), 120-157.
- Deumes, R. and Knechel, R.W. (2008), "Economic incentives for voluntary reporting on internal risk management and control systems", *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, Vol. 27 No. 1, pp. 35-66.
- Fernandes, J. L. T., & Silva, C. A. T. (2007). Análise da legibilidade dos textos narrativos dos fatos relevantes divulgados pelas empresas brasileiras de capital aberto nos anos de 2002 a 2006. In *Congresso USP de Iniciação Científica* (Vol. 4, No. 2007, pp. 142-158).
- Flesch, R. (1948) A new readability yardstick. *Journal of Applied Psychology*, 32, pp. 221-233.
- García-meca, E., Parra, I., Larrán, M., & Martínez, I. (2005). The explanatory factors of intellectual capital disclosure to financial analysts. *European Accounting Review*, 14(1), 63-94.
- Gray, R., Owen, D., & Adams, C. (1996). *Accounting & accountability: changes and challenges in corporate social and environmental reporting*. Prentice Hall.

- Hackston, D., & Milne, M. J. (1996). Some Determinants of Social and Environmental Disclosures in New Zealand Companies. *Journal Auditing & Accountability*, Vol.1 N° 9, 77-108.
- Hassan, M.K. (2009), "UAE corporations-specific characteristics and level of risk disclosure", *Managerial Auditing Journal*, Vol. 24 No. 7, pp. 668-87.
- Hooghiemstra, R. (2000). *Corporate communication and impression management—New perspectives why companies engage in corporate social reporting* (pp. 55-68). Springer Netherlands.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jones M., & Shoemaker P. (1994). Accounting Narratives: A Review of Empirical Studies of Content and Readability. *Journal of Accounting Literature*, n° 13, 142
- Jorion, P. (1997). *Value at Risk: The New Benchmark for Controlling Market Risk*. Chicago: Irwin.
- Leary, M. R., & Kowalski, R. M. (1990). Impression management: A literature review and two-component model. *Psychological bulletin*, 107(1), 34-47.
- Linsley, P. M., & Shrives, P. J. (2006). Risk reporting: A study of risk disclosures in the annual reports of UK companies. *The British Accounting Review*, 38(4), 387-404.
- Linsley, P. M., & Lawrence, M. J. (2007). Risk reporting by the largest UK companies: readability and lack of obfuscation. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 20(4), 620-627.
- Merkl-Davies, D. M., & Brennan, N. M. (2007). Discretionary disclosure strategies in corporate narratives: incremental information or impression management?. *Journal of accounting literature*, 27, 116-196.

- Merkl-Davies, D. M., & Brennan, N. M. (2011). A conceptual framework of impression management: new insights from psychology, sociology and critical perspectives. *Accounting and business research*, 41(5), 415-437.
- Merkl-Davies, D. M., Brennan, N. M., & McLeay, S. J. (2011). Impression management and retrospective sense-making in corporate narratives: A social psychology perspective. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 24(3), 315-344.
- Moraes, R. (1999). Análise de conteúdo. *Revista Educação, Porto Alegre*, 22(37), 7-32.
- Morris, R.D. (1987) Signalling, agency theory and accounting policy choice. *Accounting and Business Research*, 18 (69): 47-56.
- Neu, D., Warsame, H., & Pedwell, K. (1998). Managing public impressions: environmental disclosures in annual reports. *Accounting, organizations and society*, 23(3), 265-282.
- Oliveira, J., Rodrigues, L. L., & Craig, R. (2011a). Risk-related disclosure practices in the annual reports of Portuguese credit institutions: an exploratory study. *Journal of Banking Regulation*, 12(2), 100-118.
- Oliveira, J., Rodrigues, L. L., & Craig, R. (2011b). Risk-related disclosures by non-finance companies: Portuguese practices and disclosure characteristics. *Managerial Auditing Journal*, 26(9), 817-839.
- Oliveira, J., Rodrigues, L. L., & Craig, R. (2011c). Voluntary risk reporting to enhance institutional and organizational legitimacy: Evidence from Portuguese banks. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 19(3), 271-289.
- Oliveira, J., Rodrigues, L. L., & Craig, R. (2013a). Technical note: company risk-related disclosures in a code law country: a synopsis. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 7(1), 123-130.
- Oliveira, J., Rodrigues, L. L., & Craig, R. (2013b). Public visibility and risk-related disclosures in Portuguese credit institutions. *The Journal of Risk*, 15(4), 57.

- Ousama, A. A., Fatima, A.-H., & Hafiz-Majdi, A. R. (2012). Determinants of intellectual capital reporting Evidence from annual reports of Malaysian listed companies. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 2(2), 119-139.
- Porto, Editora (2010) *Sistema de Normalização Contabilística* (2ª ed.). Porto: Porto Editora.
- Estrutura Conceptual – Aviso n.º 15 652/2009, do Diário da República n.º 173, Série II, de 7 de setembro (2009)
- Porto, J.S., Paiva, T.S.S., Amaral, C.L.F., Rebouças, T.N.H. e Silva, R.A. (2014) Legibilidade de artigos de um periódico nacional na área de melhoramento vegetal. *Cultivando o Saber*, 7 (2), pp. 205-211.
- Raffournier, B. (1995). The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies *European Accounting Review*, 4 (2), 261-280.
- Readability-Score.com - Free Online Readability Calculator. Acesso maio, 26, 2015
<https://readability-score.com/>
- Rutherford, B. A. (2003). Obfuscation, textual complexity and the role of regulated narrative accounting disclosure in corporate governance. *Journal of management and governance*, 7(2), 187-210.
- Schlenker, B. R. (1980). *Impression management: The self-concept, social identity, and interpersonal relations* (pp. 21-43). Monterey, CA: Brooks/Cole Publishing Company.
- Schroeder, N., & Gibson, C. (1992). Are summary annual reports successful?. *Accounting Horizons*, 6(2), 28.
- Serrasqueiro, R. (2009). A divulgação da informação sobre os riscos empresariais. XIV Encontro AECA. Coimbra: AECA.
- Smith, J. E., & Smith, N. P. (1971). Readability: A measure of the performance of the communication function of financial reporting. *Accounting Review*, 552-561.
- Smith, M., & Taffler, R. (1992). The chairman's statement and corporate financial performance. *Accounting & Finance*, 32(2), 75-90.

- Solomon, J. F., A., S., & George, C. (2000). A Conceptual Framework for Corporate Risk Disclosure Emerging from the Agenda for Corporate Governance Reform. *British Accounting Review* (32), 447-478.
- Syderff, R. & Weetman, P. (1999). A texture index for evaluating accounting narratives: An alternative to readability formula. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 12 (4): 459-488.
- Syderff, R. & Weetman, P. (2002). Development in content analysis: a transitivity index and DICTION scores. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15 (4): 523-545.
- Thomas, J. 1997. Discourse in the marketplace: The making of meaning in anual reports. *The Journal of Business Communication* 34 (1): 47-66
- Tirado, J. M., & Cabedo, J. D. (2003). *The Disclosure of Risk in Financial Statements. Accounting Forum*, Nº 28, 181-200.
- Verrecchia, R. E. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of accounting and economics*, 5, 179-194.
- Yuthas, K., Rogers R. e Dillard, J.F. (2002). Communicative action and corporate annual reports. *Journal of Business Ethics*, 41 (1/2): 141-157.
- Zeghal, D. e Ahmed S., (1990). Comparisons of Social Responsibility Information Disclosure Media Used by Canadian Firms. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 3,(1), 38 - 53.