



**Universidade de  
Aveiro**  
Ano 2020

Instituto Superior de Contabilidade e  
Administração da Universidade de Aveiro

**Michele  
Gendelsky  
De Oliveira**

**O Tom das narrativas na criação de valor das empresas  
portuguesas cotadas**



**Universidade de  
Aveiro**  
Ano 2020

Instituto Superior de Contabilidade e  
Administração da Universidade de Aveiro

**Michele  
Gendelsky  
De Oliveira**

**O Tom das narrativas na criação de valor das empresas  
portuguesas cotadas**

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

Dedico este trabalho à minha avó Susana.

## **o júri**

Presidente

**Prof. Doutora Carla Manuela Teixeira de Carvalho**

Professora Adjunta, Instituto Superior de Contabilidade e Administração da Universidade de Aveiro

Orientadora

**Prof. Doutora Graça Maria do Carmo Azevedo**

Professora Adjunta, Instituto Superior de Contabilidade e Administração da Universidade de Aveiro

Arguente

**Prof. Doutora Ana Maria Alves Bandeira**

Professora Adjunta, Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto

## **agradecimentos**

Começo por agradecer à professora Graça Azevedo e ao professor Jonas Oliveira que, além de contribuírem para a realização deste trabalho, impulsionaram o meu aprendizado com os seus ensinamentos. Também agradeço a minha colega Jéssica pelos seus incentivos e estímulos prestados ao longo deste percurso acadêmico. Sou eternamente grata a minha mãe e ao meu irmão que, mesmo estando a quilômetros de distância, deram todo o apoio emocional que precisei para que esta conquista fosse concretizada. Agradeço o apoio de toda a minha família, em especial, a minha avó de coração, a qual dedico este trabalho. Por fim, mas não menos importante, deixo o meu reconhecimento ao meu esposo por acreditar em mim e me apoiar nos momentos mais difíceis. Expresso aqui o meu agradecimento por tudo o que fizeram por mim, obrigada.

**palavras-chave**

Relatório de Risco, Divulgação de Risco, Gestão de Impressões.

**resumo**

Devido à importância dos relatórios de gestão e em virtude de se considerar a existência de conteúdo informativo no sentimento dos gestores ao transmitir a mensagem às partes interessadas, este estudo tem como objetivo analisar o tom das narrativas sobre o risco na criação de valor das empresas portuguesas cotadas. Para tanto, exploramos os relatórios de risco e de gestão de risco do ano de 2018 das empresas pertencentes ao setor não financeiro de Portugal. Neste estudo, estimou-se a relação entre o tom e o valor de mercado, empregando o Q de *Tobin* como proxy de desempenho de mercado. Para a análise do tom do discurso, utilizou-se o programa DICTION. Constatamos que o tom dos relatos sobre o risco está associado ao valor da empresa e que quanto mais proeminente for o uso de palavras que caracterizam o tom *Activity*, menor será o valor empresarial.

**keywords**

Risk Reporting, Risk Disclosure, Impression Management.

**abstract**

Due to the importance of management reports and because of the consider the existence of informative content in the feeling of managers in transmitting the message to interested parties, this study aims to analyze the tone of the narratives about the risk in creating value of listed Portuguese companies. To this end, we explored the risk and risk management reports for 2018 of companies belonging to the non-financial sector in Portugal. In this study, the relationship between tone and market value was estimated, using Tobin's Q as a proxy for market performance. To analyze the tone of the speech, the DICTION program was used. We found that the tone of the risk reports is associated with the company's value and that the more prominent the use of words that characterize the tone "Activity", the lower the business value.

## Índice Geral

Índice de Figuras .....	ix
Índice de Tabelas .....	x
Lista de Siglas .....	xi
<b>1 Introdução .....</b>	<b>1</b>
<b>2 Revisão de Literatura .....</b>	<b>3</b>
2.1 Legislação sobre relato de informação concernente à divulgação de risco em Portugal .....	3
2.2 Risco .....	6
2.2.1 Conceitos e categorias de risco .....	6
2.2.2 Enterprise Risk Management .....	9
2.2.3 Teorias explicativas da divulgação de informação sobre risco .....	13
2.2.3.1 Teoria de custos proprietários .....	13
2.2.3.2 Teoria Institucional .....	15
2.2.3.3 Teoria da Sinalização .....	16
2.2.3.4 Teoria da Agência .....	17
2.2.3.5 Teoria dos Stakeholders .....	18
2.2.3.6 Teoria da Legitimidade .....	19
2.3 Literatura sobre o relato de informação do risco .....	20
2.3.1 Impression Management .....	23
2.3.2 O tom do discurso .....	29
<b>3 Metodologia .....</b>	<b>33</b>
3.1 Desenvolvimento da hipótese .....	33
3.2 Amostra de recolha de dados .....	34
3.3 Variáveis Independentes .....	35
3.4 Variável Dependente e Modelo Econométrico .....	37
3.5 Variáveis de Controlo .....	37
<b>4 Resultados e Discussão .....</b>	<b>40</b>
<b>5 Conclusão .....</b>	<b>51</b>
<b>Referências .....</b>	<b>53</b>
<b>Apêndice A – Sociedades Incluídas na Amostra .....</b>	<b>64</b>



## Índice de Figuras

Figura 1 COSO 2017 - Enterprise Risk Management Framework.....	10
--	----

## Índice de Tabelas

Tabela 1. Variáveis Mestre Diction.....	36
Tabela 2. Descrição das variáveis.....	38
Tabela 3. Estatísticas descritivas .....	41
Tabela 4. Teste de diferenças de médias do tom nos diferentes tipos de relatórios .....	43
Tabela 5. Matriz de Correlações.....	45
Tabela 6. Os efeitos do tom do discurso no valor da empresa (toda a amostra) .....	47
Tabela 7. Os efeitos do tom do discurso no valor da empresa (por tipo de relatório)....	48
Tabela A1. Sociedades incluídas na mostra por setor .....	64

## **Lista de Siglas**

AIRMIC - *The Association of Insurance and Risk Managers*  
ALARM - *The National Forum for Risk Management in the Public Sector*  
DCI - Divulgações do capital intelectual  
CMVM - Código do Mercado dos Valores Mobiliários  
COSO - *Committee of Sponsoring Organizations*  
CSC - Código das Sociedades Comerciais  
EPU - Política Económica do Governo  
ERM - *Enterprise Risk Management*  
ESG – Ambiental Social e Governamental  
EU - União Europeia  
EUA – Estados Unidos da América  
FERMA - *Federation of European Risk Management Associations*  
GRI - *Global Reporting Initiative*  
IAS - *International Accounting Standards*  
IASB - *International Accounting Standards Board*  
IF – Instrumentos Financeiros  
IFRS - *International Financial Reporting Standards*  
IIRC - *International Integrated Reporting Council*  
IM - *Impression Management*  
IPCG – Instituto Português de Corporate Governance  
IRM - *The Institute of Risk Management*  
ISO - *International Organization for Standardization*  
RSE - Responsabilidade Social Empresarial  
SAD - Sociedade Anônima Desportiva  
SEC - *Securities and Exchange Commission*  
SRI - *Socially Responsible Investment*  
SRA - *Sustainability Rating Agencies*

## 1 Introdução

A globalização, os escândalos de fraudes empresariais e a complexidade dos riscos são alguns dos aspectos que intensificaram a busca das empresas por alternativas eficazes de controlo e de gestão de risco (Shad, Lai, Fatt, Klemeš & Bokhari, 2019; Lechner & Gatzert, 2018). Fatores como esses também despertaram a atenção pormenorizada dos investidores sobre as informações emitidas pelas empresas, nos seus relatórios anuais, atribuindo expectativas sobre o desempenho financeiro, económico e social das organizações (Hassan, 2014; Campbell, Chen, Dhaliwal, Lu & Steele, 2014). O relatório e contas anual das empresas é um meio de comunicação fundamental de integração entre os *stakeholders* em geral, que deve refletir não somente os fatos presentes, mas também as consequências que as ações momentâneas podem vir a repercutir no futuro. Em razão disso, ressalta-se que, embora a empresa contenha um processo contabilístico eficaz, os dados resultantes desse decurso serão insignificantes caso a empresa não venha a apresentar uma comunicação adequada nos seus relatórios (Merkl-Davies & Brennan, 2017). Por isso, os gestores não devem canalizar os seus esforços somente em medir o desempenho e a posição da empresa, mas também devem preocupar-se em levar a informação a uma audiência com diferentes necessidades informativas, habilidades e conhecimentos (Merkl-Davies & Brennan, 2017). Nesse sentido, devido à importância dos relatórios de gestão na tomada de decisão dos vários *stakeholders*, muitos estudos investigam as narrativas desses relatórios, abordando o “tom” como elemento de estilo. Isso acontece, em virtude de se considerar a existência de conteúdo informativo no sentimento dos gestores ao transmitir a mensagem às várias partes interessadas (Luo, Guo, Zhong & Wang, 2019; Henry, 2008). Alguns estudos sobre o tom abordam aspectos não financeiros, como, por exemplo, as informações constantes dos relatórios de sustentabilidade e dos relatórios de responsabilidade social (Richard, J. & Glenn, 2019), enquanto outras pesquisas retratam questões financeiras, como as divulgações e os custos de financiamento da dívida (Luo et al., 2019), ou até mesmo o efeito conjunto das informações financeiras e não financeiras dos relatórios integrados (Roman, Mocanu & Hoinaru, 2019; Valentina, Chiara & Sara, 2019). Contudo, até onde se sabe, nenhum estudo abordou as consequências económicas do tom otimizado na informação sobre o risco. Desta forma, justifica-se esta investigação pela importância de analisar o tom no discurso dos gestores, uma vez que o conteúdo apresentado, nos relatórios de

gestão sobre o risco, pode ofuscar informações relevantes para a tomada de decisão do investidor. Com isso, o objetivo deste estudo é analisar o tom nas narrativas sobre o risco na criação de valor das empresas portuguesas cotadas. Especificamente, exploramos as seções de risco e gestão de risco incluídas nos relatórios e contas anuais consolidadas das empresas cotadas em Portugal no mercado regulamentado da Euronext Lisbon, no ano de 2018. Este período é de suma importância na adoção e na adaptação de normativos em Portugal. como, por exemplo, o Decreto Lei 89/2017 transcritos da Diretiva 2014/95 da União Europeia (EU) e o novo Código do Governo das Sociedades, emitido pelo Instituto Português de Corporate Governance (IPCG) em 2018. Estes regulamentos requerem que as empresas apresentem, nos seus relatórios e contas anuais, informações não financeiras que incluam, além de questões de natureza social e ambiental, informações sobre os riscos a que elas estão expostas. Porém, embora estes normativos tenham vindo garantir mais segurança aos investidores e às entidades reguladoras no processo de fiscalização, percebe-se que, na perspectiva do preparador da informação financeira, muitas destas informações incluem estratégias de manipulação retórica, prejudicando o sistema de “cumprir” ou “explicar e gerando”, assim, a desconfiança do mercado (Shrives & Brennan, 2017).

Nesse contexto, analisamos o tom do discurso nas narrativas sobre o risco de todas as empresas da amostra, por meio de uma análise textual computadorizada do programa Diction e constatamos uma relação negativa significativa entre a variável de tom *Activity* e a o valor de mercado das empresas. Isso significa que quanto maior for o uso de palavras que caracterizam *Activity*, menor será o valor de mercado da empresa. Além disso, evidenciamos que existe uma relação positiva entre o nível de endividamento das empresas e o valor de mercado das empresas. Os nossos resultados apontam três grandes teorias que norteiam essa pesquisa, sendo elas: a teoria do impression management, a teoria dos custos proprietários e, por fim a teoria da agência. Os resultados do estudo contribuem tanto para auxiliar os órgãos de fiscalização e controlo na detecção de possíveis estratégias de manipulação dos relatórios, como também para auxiliar os gestores na elaboração dos relatórios que potenciem a criação de valor.

A presente tese segue a seguinte estrutura: a secção 2 desenvolve a revisão de literatura sob os seguintes aspectos: I) o contexto normativo concernente à divulgação de risco em Portugal; II) demonstra os aspectos do risco, apresentando as seguintes contextualizações: a) os conceitos e categorias de risco; b) as estruturas de gestão de

riscos; c) as teorias explicativas da divulgação de risco; e d) a literatura sobre o relato de informação do risco; III) apresenta a revisão de literatura sobre impression management, contemplando um subitem que demonstra os aspectos do tom; a Secção 3 demonstra a hipótese desenvolvida, a amostra selecionada e a metodologia utilizada no estudo; a Secção 4 oferece os resultados; e, por fim a secção 5 apresenta as principais conclusões, limitações e pistas de investigação futura.

## **2 Revisão de Literatura**

### **2.1 Legislação sobre relato de informação concernente à divulgação de risco em Portugal**

A informação divulgada nos relatórios de risco vem sendo criteriosamente analisada pelos utilizadores da informação e pelos órgãos regulamentares. Este fato faz com que as disposições legais, que são emitidas pelos normatizadores, sejam monitorizadas pelas entidades competentes e, conseqüentemente, seguidas pelos emitentes dos relatórios de risco. Entretanto, cabe ressaltar que identificar todos os regulamentos que norteiam os relatórios de risco não é uma tarefa trivial, uma vez que eles estão disseminados em diversas normas (Elshandidy et al. 2018). Por esse motivo, é nosso intuito apresentar a legislação condizente com a divulgação de risco aplicada a Portugal.

O regime jurídico aplicável às sociedades portuguesas, cujas as ações são negociadas em mercado regulamentado, teve um marco histórico no início do exercício fiscal de 2005. Nesse período, o Regulamento 1606/2002 da Comissão Europeia tornou obrigatória, para as empresas cotadas, a elaboração e a apresentação das demonstrações financeiras consolidadas de acordo com as normas internacionais de contabilidade – *International Accounting Standards* (IAS), atualmente conhecidas como Normas de Relato Financeiro - *International Financial Reporting Standards* (IFRS).

As IFRS, publicadas pelo *International Accounting Standards Board* (IASB), fornecem uma classificação dos riscos e uma estrutura de divulgação que permite às empresas demonstrarem, de maneira padronizada, os seus desempenhos financeiros aos investidores. Sendo assim, com a finalidade de aprimorar o conteúdo dessas divulgações, novas versões dessas normas estão sendo constantemente apresentadas pelo IASB. Cabe ressaltar que essas normas se estendem a todas as empresas cotadas, porém elas tratam especificamente dos riscos financeiros. As IAS/IFRS adotadas para

fins de divulgação de risco são: (a) IAS 1 (Apresentação de Demonstrações Financeiras); (b) IAS 14 – substituída pela IFRS 8 - (Relato por Segmentos); (c) IAS 30 – substituída pela IFRS 7 - (Instrumentos Financeiros: Divulgações); (d) IAS 32 (Instrumentos Financeiros: Apresentação); e (e) IAS 39 – substituída pela IFRS 9 – (Instrumentos Financeiros: Reconhecimento e Mensuração). Fatores de risco podem designar-se de passivos contingentes ou ativos contingentes, e podem ser tratados pela IAS 37 (Provisões, Passivos Contingentes e Ativos Contingentes) (Oliveira, Rodrigues & Craig, 2011).

Dentre as IAS/IFRS que apresentam uma certa relevância quanto aos aspectos de divulgação de risco, destaca-se a norma IFRS 7. Além dessa norma substituir as divulgações exigidas pela IAS 30, acrescenta novas premissas à IAS 32, passando a incluir todos os instrumentos financeiros (IF) em um único padrão. Aplicada a partir de 1 de janeiro de 2007, a norma aborda duas categorias de divulgação, requerendo em uma delas informações sobre a importância dos IF e a outra sobre informações quanto à natureza e à extensão dos riscos decorrentes dos IF. Segundo a IFRS7, as divulgações dos riscos podem ser qualitativas (IFRS 7.33) ou quantitativas (IFRS 7.34). Em termos de divulgações qualitativas, as empresas devem descrever as exposições aos riscos para cada tipo de instrumento financeiro, informando objetivos, políticas e processos da administração para gerenciar esses riscos. Além disso, devem mencionar qualquer mudança que ocorra em relação a períodos anteriores. Já em relação aos aspectos quantitativos da divulgação de risco, os principais dirigentes da administração devem informar até que ponto a entidade está exposta ao risco, incluindo: dados quantitativos resumidos sobre a exposição a cada risco na data do relatório; divulgações sobre risco de crédito, risco de liquidez e risco de mercado e como esses riscos são gerenciados e, por fim as concentrações de risco. Outra norma de aspecto relevante para as divulgações de risco é a IFRS 9 que entrou em vigor em janeiro de 2018. Essa norma inclui requisitos para reconhecimento e mensuração dos IF, imparidade, desreconhecimento e contabilidade geral de instrumentos financeiros de cobertura de risco.

Além das IAS/IFRS com foco na informação financeira, o Parlamento Europeu e o Conselho da União Europeia emitiram a Diretiva 2014/95/EU para tratar da transparência e da qualidade das informações não financeiras. Essa diretiva aborda elementos impulsionadores de crescimento e de confiança das grandes empresas e grupos, dos países pertencentes aos Estados-Membros, que excedam o número médio de

500 funcionários durante o exercício financeiro. Contudo, em Portugal a diretiva foi transposta para o direito positivo pelo Decreto-Lei 89/2017 que vem sendo aplicado desde janeiro de 2017. Esse regime vem reforçar a magnitude das informações não financeiras em termos de transparência, confiabilidade e coerência da informação entre os países da União Europeia. Por essa razão, são exigidos que sejam informados nos relatórios de gestão os principais riscos decorrentes das atividades da empresa ou do grupo. Neste seguimento, as empresas devem divulgar as recomendações norteadas pelo Decreto-Lei 89/2017, juntamente com as matérias sobre “risco” solicitadas pelo Código das Sociedades Comerciais (CSC), Código do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM) e Código do Governo das Sociedades.

O Código das Sociedades Comerciais, especificamente nos Arts.66º-B e 508º-G, em prol das exigências do Decreto-Lei 89/2017, passou a requerer que sejam evidenciados, nos relatórios de gestão, uma demonstração não financeira que contenha múltiplas informações que possibilitem uma compreensão da evolução, do desempenho, da posição e do impacto das atividades, referentes, no mínimo, às questões ambientais, sociais e relativas aos trabalhadores, à igualdade entre mulheres e homens, à não discriminação, ao respeito dos direitos humanos, ao combate à corrupção e às tentativas de suborno. Além dessas questões, as empresas devem evidenciar: a) uma breve descrição do modelo empresarial da empresa, b) uma descrição das políticas seguidas, bem como sobre os processos de diligência devidamente aplicados, c) os resultados dessas políticas, d) os principais riscos associados às atividades da empresa, contendo, se relevante e proporcionado, as suas relações empresariais, os seus produtos ou serviços suscetíveis de ter impactos negativos nesses domínios e a forma como esses riscos são geridos pela empresa, e e) indicadores-chave de desempenho relevantes para a sua atividade específica.

Em relação à alteração do Código do Mercado dos Valores Mobiliários o Art 245º-A nº1 alínea r) requer uma descrição da política de diversidade aplicada pela sociedade relativamente aos seus órgãos de administração e de fiscalização, designadamente, em termos de idade, sexo, habilitações e antecedentes profissionais. As empresas devem apresentar também, os objetivos dessa política de diversidade, a forma como foi aplicada e os resultados no período de referência. Nesse mesmo artigo, porém no nº 2, o regulamento vem reforçar que caso não sejam cumpridos os requisitos da alínea r), deve conter uma explicação para esse fato.



Além das recomendações da CMVM e do CSC sobre divulgações de risco empresarial, em janeiro de 2018, passou a vigorar o Código de Governo das Sociedades emitido pelo IPCG e supervisionado pela CMVM. Esse código está dividido em sete capítulos. Entretanto, para fins de divulgação de risco, aplica-se o sexto capítulo que se desdobra em três recomendações. A primeira refere que o órgão de administração deve debater e aprovar o plano estratégico e a política de risco da sociedade, que inclua a definição de níveis de risco considerados aceitáveis. A segunda recomendação trata da política de risco, subdividindo-se em cinco partes: (i) os principais riscos a que se encontra sujeita no desenvolvimento da sua atividade; (ii) a probabilidade de ocorrência dos mesmos e o respectivo impacto; (iii) os instrumentos e medidas a adoptar tendo em vista a respectiva mitigação; (iv) os procedimentos de monitorização, visando o seu acompanhamento e (v) o procedimento de fiscalização, avaliação periódica e de ajustamento do sistema. Por fim, a última parte retrata a necessidade que a sociedade tem de avaliar anualmente o grau de cumprimento interno e o desempenho do sistema de gestão de riscos.

## **2.2 Risco**

### **2.2.1 Conceitos e categorias de risco**

As decisões dos investidores, provenientes do mercado financeiro, estão expostas a cenários de incertezas. As incertezas são determinadas pela impossibilidade de se prever, com exatidão, o impacto que uma externalidade poder vir a causar nos investimentos. Já os riscos são difíceis de serem quantificados, porém são previsíveis e permitem que sejam controlados e avaliados por meio de técnicas. Para Elamer, Ntim, Abdou, Zalata e Elmagrhi (2019) o risco é visto como uma incerteza que realça a possibilidade de um rendimento obtido não corresponder às expectativas esperadas. Para Spink, Moyer e Speier-Pero (2016) o risco é um resultado indesejado que parte de um incidente mensurável que ocorreu em circunstâncias passadas e, provavelmente pode vir a ocorrer no futuro. Diante dessas perspectivas, percebe-se que o risco leva em consideração as probabilidades e não os fatos concretos. Além disso, ele não pode ser interpretado somente como uma perspectiva ruim, pois as grandes oportunidades advêm de algum grau de risco. Sendo assim, as organizações que são avessas ao risco e os investidores mais conservadores ficam limitados quanto a novos desafios e,

consequentemente, a lucros menores (Pfaff, 2016; Tarantino, Anthony & Cernauskas, 2011). Alguns autores (Elamer, Ntim, Abdou, Zalata & Elmagrhi, 2019; Ibrahim & Hussainey, 2019; Linsley & Shrives, 2006) abordam em seus estudos que os riscos podem significar tanto eventos positivos quanto negativos. Embora os riscos sejam vistos por esses dois pontos de vista, Ibrahim e Hussainey (2019) analisam se os resultados positivos dos eventos devem ser considerados na definição de risco ou não. Eles concluíram que o risco deve ser definido somente pelo lado negativo, isto é, como perda. Em concordância com esses resultados, Spink et al. (2016) propõem, em um de seus objetivos, uma análise eficaz para os riscos de fraude alimentar no campo da saúde. Concluem em seus estudos que o termo risco é aplicado somente pelo lado negativo quando relacionado à saúde. Deste modo, pode-se afirmar que o risco é inevitável em qualquer empreendimento e deve ser divulgado em tempo útil para que as partes interessadas possam avaliar os seus investimentos (Azlan, 2009).

As empresas estão expostas a diversos tipos de riscos. Dentre os riscos considerados mais comuns, destacam-se os riscos financeiros (por exemplo, risco de mercado, risco de crédito e risco de liquidez) e riscos não financeiros (por exemplo, risco operacional, risco estratégico e risco legal). Um dos principais riscos financeiros é o risco de mercado. Esse risco está relacionado com as oscilações do mercado acionista podendo resultar em ganhos ou perdas. Os autores Tarantino, Anthony e Cernauskas (2011) afirmam que o risco de mercado é uma preocupação constante de todas as empresas, pois devido às mudanças nos preços de mercado, os valores dos instrumentos ou contratos financeiros firmados podem diminuir. Para Markowitz (1952), precursor da teoria do *portfólio*, também denominada teoria da carteira moderna, os investidores devem diversificar a alocação dos ativos em carteira para reduzir o risco e aumentar o retorno na melhor proporção possível.

O risco de crédito, que também é classificado como um risco financeiro, está associado ao incumprimento de uma obrigação pela contraparte. Ele ocorre muitas vezes pela má administração financeira. Estes casos costumam acontecer quando o gestor não honra os compromissos assumidos pela empresa, levando-a muitas vezes à falência. Os estudos dos autores Song e Peng (2019) abordam que a falência e a inadimplência são fatores de extrema importância na gestão de riscos e são vistos como um problema de classificação desequilibrada. Com a finalidade de evitar imprevistos, as empresas, normalmente, apresentam um sistema de gestão de risco para controlar a inadimplência

dos clientes. Inclusive, muitas delas contam com um departamento específico de cobrança para manter as informações dos clientes atualizadas. Esses controles de avaliação de risco de crédito, além de preverem com precisão os padrões dos clientes, devem levar em consideração o ambiente político e económico (Moradi & Mokhatab Rafiei, 2019). Deste modo, a gestão de risco de crédito eficiente apresenta uma preocupação com todos os fatores internos e externos da organização. Além disso, permite a detecção antecipada de problemas, corrobora para alcançar novos investimentos e possibilita a projeção de lucros futuros.

Tratando-se dos riscos financeiros, menciona-se ainda o risco de liquidez. Para compreender o conceito deste risco é essencial obter um entendimento da palavra “liquidez”. Denomina-se liquidez a capacidade de transformar, o mais rápido possível, um ativo em dinheiro sem perdas excessivas. Já, o risco de liquidez condiz com as disponibilidades insuficientes da empresa para honrar as suas obrigações. Uma das principais consequências do risco de liquidez está na perda de confiança entre as instituições criando dificuldades na obtenção de novos financiamentos e captação de recursos. Posto isto, retrata a preocupação das empresas em gerir de maneira mais eficaz a sua liquidez, tanto para o bem da empresa, como da economia (Damel, Le Thi & Peltre, 2016).

Atualmente, novas áreas exigem controlos substanciais de riscos: as áreas comerciais, ambientais, sociais e humanas. Essas áreas fazem parte dos riscos não financeiros. O risco operacional é o risco decorrente do negócio, como por exemplo, o lançamento de um novo produto, a ineficiência no suporte que é dado aos clientes mediante atendimento presencial ou via sistema ou, até mesmo pela alteração da legislação que exige uma atenção cautelosa em termos de adequação. Desta forma, a gestão tem o papel fundamental de controlar e fiscalizar às ações operacionais da organização a fim de manter a qualidade institucional e prever incidentes que possam resultar em prejuízos (Mocker & Ross, 2017; Jorion, 2010). Outro risco, não menos importante, que merece extrema atenção das empresas é o risco legal. Este risco está associado a questões jurídicas atuais ou a processos judiciais futuros que possam vir a abalar a estrutura financeira da entidade. A imagem da empresa é um de seus maiores bens e deve ser preservada a fim de manter a sua fidedignidade. Por parte dos investidores, é essencial que haja uma avaliação do risco legal, principalmente ao firmar contratos de longo

prazo, visto que, o incumprimento de qualquer cláusula pode acarretar em prejuízos irreparáveis.

### **2.2.2 Enterprise Risk Management**

O *Enterprise Risk Management* (ERM) é uma estrutura conceptual publicada no ano de 2004 pela *Committee of Sponsoring Organizations* (COSO) da Comissão Treadway, tendo ampla aceitação no meio organizacional como ferramenta para gerir os riscos (COSO, 2017). Essa estrutura conceptual originou a obra “*Enterprise Risk Management—Integrated Framework*”, sendo proveniente das exigências globais e normativas. Contudo, passou a obter uma maior evidência devido aos escândalos e às fraudes empresariais. Essas fragilidades detectadas nas últimas décadas resultaram em um aumento da complexidade dos riscos e das pressões dos órgãos reguladores (Lechner & Gatzert, 2018). Em razão disso, os membros da gestão de topo passaram a vivenciar um cenário de riscos e incertezas, sendo instigados a buscarem melhorias nos processos de gestão de risco para garantir o sucesso organizacional. Em meio a tantos colapsos, outras estruturas de ERM surgiram, entretanto a mais utilizada foi a desenvolvida pelo COSO (Shad, Lai, Fatt, Klemeš & Bokhari, 2019; Cohen, Krishnamoorthy & Wright, 2017; Florio & Leoni, 2017; Spink et al., 2016). A preferência dos gestores por essa estrutura está na importância das suas orientações, uma vez que elas são projetadas para identificar qualquer potencial de ameaça de risco, não somente em um departamento ou função específica, mas em toda a organização (Cohen et al., 2017).

Com a evolução dos riscos, dos negócios e com a procura dos investidores pela melhoria das informações contidas nos relatórios de gestão, o COSO intitulou a sua nova versão de COSO ERM - “*Integrating with Strategy and Performance*”. Essa atualização foi publicada em junho de 2017 e retrata a importância de considerar o risco no processo de definição da estratégia e na condução do desempenho (COSO, 2017). Anderson e Frigo (2020) evidenciam que o ERM não é uma função separada e individual, mas sim uma estrutura que integra todos os elementos da estratégia da organização, corroborando para o desempenho e para o sucesso no longo prazo. Os autores explicitam que todas as organizações estão expostas a eventos incertos e que todas as estratégias contam com a presença de riscos. Sendo assim, cabe aos supervisores, responsáveis pelo desenvolvimento e execução das estratégias,

entenderem que, para criar valor organizacional, eles devem considerar todos os elementos constantes de suas atividades de forma integrada. Nessa concepção devem ser incluídos na estrutura o modelo de negócio, o risco e a oportunidade, a estratégia, o desempenho e o desenvolvimento sustentável.

O ERM do COSO de 2017 fornece uma estrutura baseada em vinte princípios que são organizados em cinco componentes inter-relacionados, sendo eles: (1) governança e cultura; (2) estratégia e ajuste do objetivo; (3) desempenho; (4) monitorização do desempenho e revisão; e (5) informação, comunicação e divulgação. Desta forma, cabe às organizações adaptarem a gestão de risco de acordo com as suas práticas e ações. Na figura 1, apresentam-se os vinte princípios que as organizações podem trabalhar sob cada componente a que estão associados.



Figura 1 COSO 2017 - Enterprise Risk Management Framework

Diante das exigências do mercado, o COSO passou a abordar novos aspectos de gestão de risco, aplicando novos conceitos e processos aos princípios já existentes no ERM 2017. Em 2018, o COSO juntamente com *World Business Council for Sustainable Development* (WBCSD) desenvolveram orientações, para auxiliar na gestão de risco, relacionadas às questões ambientais, sociais e de governança (ESG). Da mesma maneira, o risco de sustentabilidade, o risco não financeiro ou extra financeiro também podem ser referidos como questões relacionadas ao ESG (COSO & WBCSD, 2018). Matérias como essas abordadas pelo COSO, também estão expressas na legislação que,

recentemente, passou a abordar aspectos relacionados às questões não financeiras (ver sessão legislação). Essas inovações levam as entidades a buscarem conhecimentos alternativos tanto para gerenciar os seus riscos quanto para se adaptar às exigências normativas. No entanto, embora as entidades apresentem uma certa compreensibilidade em relação ao ESG, nem sempre as suas informações emitidas retratam a realidade dos riscos vivenciadas por elas. Alguns fatores podem estar atribuídos à ineficiência das informações de risco ESG, a saber: a) a dificuldade de quantificar os riscos relacionados ao ESG em termos monetários; b) a falta de conhecimento dos riscos relacionados ao ESG entre profissionais de gestão de riscos e sustentabilidade; e c) pelo fato de os riscos relacionados ao ESG serem vistos como separados ou menos significativos que os riscos estratégicos, operacionais ou financeiros convencionais, uma vez que esses riscos são reportados por especialistas em sustentabilidade, gerando uma série de preconceitos relacionados ao ESG (COSO & WBCSD, 2018). Além da orientação direcionada à sustentabilidade organizacional, o COSO intitulou, em 2019, outra orientação baseada na estrutura do ERM 2017. A motivação para esta nova recomendação se deu pela evolução dos negócios digitais com foco na gestão dos riscos cibernéticos (Galligan, Herrygers & Rau, 2019). Desta forma, percebe-se um grande interesse do COSO por todas as questões que norteiam o meio corporativo, preocupando-se em fornecer liderança na gestão de risco, no controlo interno e na dissuasão de fraudes (COSO & WBCSD, 2018). Além de todas essas atribuições, ele oferece uma abordagem prática para as organizações que utilizam outras estruturas como, por exemplo, a ISO 31000 e a FERMA.

Nesta conformidade, a ISO 31000 também é uma estrutura amplamente conhecida na emissão de padrões internacionais com a finalidade de controlar os riscos, manter a qualidade dos produtos e gerar confiabilidade entre os *stakeholders* e a organização (ISO, 2018). A *International Organization for Standardization* (ISO), em 2009, lançou o padrão internacional ISO 31000 que possibilitou uma cobertura de segurança abrangente, tanto para o consumidor, como para o produtor do bem ou serviço. Essa orientação teve a sua atualização no ano de 2018, passando a oferecer uma gama maior de estratégias, ênfase no envolvimento dos gestores e integração de riscos. Sendo assim, de acordo com a ISO (2018), as principais alterações dessa versão para a anterior estão: a) na revisão dos princípios da gestão de riscos; b) na liderança da gestão de topo; e c) integração da gestão de riscos, começando pela governação da organização; maior

ênfase na natureza iterativa da gestão de riscos; e na racionalização do conteúdo com maior foco na manutenção de um modelo de sistemas abertos para atender a várias necessidades e contextos. O ERM estabelece princípios, estruturas e processos que são fundamentais para tornar a gestão de risco eficaz. Entretanto, para que isso ocorra, ele deve ser implementado pela gestão de topo e pela supervisão. Os princípios têm como base a proteção e a criação do valor. Eles são compostos por oito elementos que devem ser considerados no momento de estabelecer a estrutura e os processos de gestão de riscos, sendo eles: integração, estruturação e abrangência, personalização, inclusão, dinamismo, melhor informação disponível, fatores humanos e culturais e melhoria contínua. Em relação à estrutura, ela traz como parâmetro central a liderança e o compromisso, uma vez que a gestão de topo é a principal responsável pela eficácia da gestão de topo de riscos. Já os processos envolvem todos os procedimentos e práticas relacionados às atividades, estabelecendo o contexto e criando critérios para identificar, analisar e avaliar os riscos (ISO, 2018). Cabe ressaltar que, além de todos os processos, exige-se a monitorização e revisão de todas as etapas para realizar as melhorias no quadro regulamentar (Cormier & Lonsdale, 2020).

A necessidade de gerir os riscos também é retratada pela *Federation of European Risk Management Associations* (FERMA). Essa estrutura teve surgimento no ano de 2002 e foi atualizada no ano de 2018. Sua origem está referenciada pelas principais organizações de gestão de risco do Reino Unido, *The Institute of Risk Management* (IRM), *The Association of Insurance and Risk Managers* (AIRMIC) e *The National Forum for Risk Management in the Public Sector* (ALARM). Essa estrutura atua a nível europeu, levando até às organizações uma perspectiva baseada em princípios na gestão de riscos, utilizando-se muitas vezes das diretrizes da ISO 31000. A FERMA evidencia em seu padrão, que qualquer evento relacionado ao risco pode estar exposto a oportunidades ou ameaças e ambas devem ser vistas como parte primordial do planejamento estratégico da organização (Hardy, 2015). Nessa perspectiva, percebe-se que as características relacionadas com o risco, tanto positivas, quanto negativas, são a peça chave de uma boa gestão de riscos, pois mediante a identificação e o tratamento dos potenciais riscos, aumenta-se a probabilidade de êxito e a redução das incertezas da organização (FERMA, 2002). Nesta estrutura, bem como na ISO 31000, cabe aos gestores o papel fundamental de coordenar todas as funções da organização no que diz

respeito à identificação, à medição e à preparação de qualquer evento que possa vir a intervir nos objetivos a serem alcançados (FERMA, 2018).

Com a sucinta explanação das principais características das estruturas de gestão de risco, pode-se mencionar que elas são processos eficientes e eficazes na identificação de vulnerabilidades (Spink et al., 2016), na proteção da reputação de uma organização (Greenstone, 2018), nas tomadas de decisão dos gestores e contribui, também para a criação de valor (Florio & Leoni, 2017; Meidell & Kaarbøe, 2017; Callahan & Soileau, 2017).

### **2.2.3 Teorias explicativas da divulgação de informação sobre risco**

A literatura tem-se concentrado em diversas teorias para aprofundar a investigação sobre divulgação de risco, demonstrando assim que os estudos recorrem às teorias para fundamentar a prática. Entretanto, como ainda não existe uma teoria que abranja especificamente as divulgações discricionárias, os autores Abraham e Shrives, (2014) e Kabir, Sobhani, Omar e Mohamad (2019) contam com uma abordagem multi-teórica para os estudos. Os investigadores utilizam a teoria institucional juntamente com a teoria dos custos proprietários pelos seguintes motivos: a) elas elucidam o estado atual dos obstáculos encontrados nos relatórios de risco, b) as teorias abordam diversos aspectos sendo trabalhadas isoladamente ou em conjunto com outras teorias, e c) as teorias podem auxiliar nos processos de divulgações restritas ou gerais que não possuem ou têm pouca relação com os processos de identificação e gestão de riscos nas empresas. Por fim, os autores mencionam o aspecto mimético da teoria institucional na prevenção de uma insuficiência dos relatórios de riscos.

#### ***2.2.3.1 Teoria de custos proprietários***

A escolha da melhor informação que deve ser divulgada aos investidores é um dos pontos chave na tomada de decisão dos gestores. A decisão de reter ou divulgar determinada informação depende não somente dos efeitos econômicos que esta pode vir a causar nos resultados da empresa, mas também das expectativas dos investidores em relação ao conteúdo da informação (Verrecchia, 1983). Pertencente a isso, existe uma grande indecisão, por parte dos gestores, sobre quais os conteúdos que devem ser relatados aos utilizadores da informação, uma vez que se os seus controlos de gestão de



risco forem muito discretos podem ser rotulados de fracos e suas divulgações limitadas. Já se forem muito transparentes, eles podem estar perante de custos proprietários (Abraham & Shrives, 2014). Desta forma, o grau de transparência dos relatórios se torna uma preocupação constante dos gestores, pois as informações divulgadas podem servir de dispositivo para seus concorrentes, prejudicando assim os interesses da empresa (Leopizzi, Iazzi, Venturelli & Principale, 2019). Com isto, cabe aos gestores identificar uma estratégia de equilíbrio entre os benefícios e os custos da divulgação de riscos. Relacionado a esse equilíbrio, Verrecchia, (1983) desenvolveu um modelo, explícito na sua obra “*Discretionary Disclosure*”, que deu origem à Teoria dos Custos Proprietários. Nesse modelo proposto, a informação é um sinal que revela o verdadeiro valor líquido do ativo de risco, tendo o gestor o livre arbítrio de reter ou liberar esse sinal. Considerando-se que haja uma redução no valor do ativo, por meio da divulgação do gestor, a empresa está diante de um custo proprietário potencialmente prejudicial. Esse custo engloba todos os aspectos relacionados à divulgação, a contar da sua preparação, incluindo também os custos de natureza proprietária.

Diante da macroscópica importância da gestão da informação, o custo de propriedade é um fator essencial na escolha da qualidade da divulgação. Condizente com essa afirmação, Aboud e Roberts (2018) sugerem que as empresas com custos proprietários têm maior probabilidade de fornecer divulgações com níveis inferiores de qualidade, e atestam que com a introdução da norma IFRS 8 aumentaram as chances de reter ou relatar informações de segmento de inferior qualidade por razões de propriedade. Maingot, Quon e Zéghal (2018) retratam em seus estudos que, nos setores financeiros dos Estados Unidos e do Canadá, houve apenas um pequeno aumento no número de divulgações sobre suas estratégias e gestão de riscos após a crise financeira. Sugerem que esse fato pode ter sido motivado pelo desejo de reduzir custos proprietários, juntamente com uma estratégia de divulgação. Kamaruzaman, Ali, Ghani e Gunardi (2019) demonstram que de maneira negativa a divulgação de risco influencia no valor da empresa. Atribuem que esse incidente pode estar relacionado ao motivo dos custos dos relatórios superarem os benefícios da preparação das informações. De maneira geral, os investidores necessitam de informações fidedignas para gerir as suas carteiras de risco. Porém, por mais que os gestores desejem sinalizar boas medidas de gestão de riscos, na prática os custos proprietários ou a percepção deles podem restringir a divulgação. (Abraham & Shrives, 2014).

### **2.2.3.2 Teoria Institucional**

A teoria institucional fornece uma visão profunda das organizações. Essa teoria abrange pressupostos normativos externos como, por exemplo, o Estado, ou internos quando derivados da própria organização (Zucker, 1987). Um dos clássicos da teoria institucional, escrito pelos autores DiMaggio e Powell, (1983), na obra “*The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields*”, tem como objetivo apresentar a homogeneidade e a similaridade entre as organizações. Nesse estudo, os autores enfatizam que as organizações buscam alternativas, instigadas pela racionalização e pela burocratização, para garantir a legitimidade por meio de pressões institucionais e de mercado. Essas pressões são descritas por meio de três processos isomórficos: a) coercivo que deriva da influência política e do problema de legitimidade, b) mimético que resulta das respostas à incerteza, e c) normativo que está associado aos órgãos profissionais. Essas pressões criam um contexto institucional para a divulgação de risco das empresas. Elshandidy, Fraser e Hussainey (2015) evidenciam que os gestores estão tendenciados a seguir as pressões coercitivas quando estão diante de divulgações obrigatórias, enquanto que para as divulgações voluntárias, eles são incentivados pelas pressões miméticas ou normativas. Para Abraham e Shrives (2014), as pressões institucionais podem levar os gestores a agirem de forma padronizada em relação às suas divulgações de risco, uma vez que as consequências de seus relatos alterados não são claras. Desta forma, presume-se que todo o empenho dos gestores no desenvolvimento de estratégias que possam vir a garantir resultados futuros satisfatórios em termos econômicos, financeiros e sociais perdem autenticidade e credibilidade passando apenas a garantir a legitimidade. Nesta conformidade, Meyer e Rowan (1977) mencionam que os desafios cotidianos fazem com que as organizações tomem medidas diferenciadas para se sobressaírem perante os seus concorrentes, porém, no longo prazo, essas inovações em vez de trazerem desempenho organizacional apenas garantem a legitimidade. Em consonância com esses resultados, Lombardi, Coluccia, Russo e Solimene (2016) com uma amostra de cinquenta empresas cotadas na bolsa de Milão, demonstram que as seções que relatam risco financeiro mantiveram, ao longo dos anos, a mesma estrutura, as mesmas tabelas e fornecem o mesmo tipo de informação.

### 2.2.3.3 Teoria da Sinalização

A teoria da sinalização ou teoria dos sinais foi proposta por Akerlof, (1970), porém veio a ser desenvolvida na área de gestão nos estudos de Michael Spence, em 1973, nomeadamente na sua obra “*Job Market Signaling*”. Seu estudo ilustra questões relacionadas ao mercado de trabalho, especificamente sobre a incerteza na contratação de empregados. O recrutamento é visto como um investimento no qual os recursos não são conhecidos, uma vez que os empregadores não possuem informações suficientes sobre a qualidade dos seus candidatos para tomar a melhor decisão. Contudo, Spence (1973) demonstrou que, por meio de sinais como, por exemplo, o nível educacional, é possível para o empregador distinguir os empregados pela sua alta ou baixa capacitação, reduzindo assim a assimetria da informação. Deste modo, a teoria da sinalização descreve os comportamentos e as formas de interpretação, entre as organizações ou indivíduos, quando possuem acesso à informações diferentes (Connelly, Certo, Ireland & Reutzel, 2011).

Nesta teoria, os sinalizadores são *insiders* que dispõem de informações privadas, que podem ser positivas ou negativas relacionadas a um indivíduo, produto ou organização (Connelly et al., 2011). Os sinais são transmitidos por meio de divulgações de relatórios financeiros ou não financeiros podendo os investidores tomarem suas decisões com base na qualidade ou na quantidade de sinal emitido. Wu e Hu (2019) relatam que as informações não financeiras sobre a responsabilidade social empresarial (RSE) podem ser tratadas como um bom sinal, tanto para o sinalizador, quanto para o receptor. Os autores demonstram que a RSE pode reduzir o risco de queda no preço das ações das empresas chinesas no setor de energia, da mesma maneira que maior proteção ao ambiente, controlo de qualidade do produto e desempenho dos diretos do consumidor também podem reduzir esse risco. Já os investidores se beneficiam com mais informações divulgadas pela empresa, uma vez que estas demonstram estar em conformidade com as políticas de desenvolvimento do governo. Datt, Luo, Tang e Mallik (2018) atestam, de acordo com a teoria da sinalização, que embora a redução de carbono seja voluntária em muitos países, os governos incentivam a mitigação do carbono. Sendo assim, empresas proativas que investem em tecnologias de baixo carbono e desenvolvem produtos ecológicos tendem a contratar terceiros para verificar seus dados de gases efeito estufa (GEE). Com a garantia externa, as empresas se

distinguem de seus concorrentes pela transparência de suas ações na redução do carbono. Assim, medidas como essas, indicam que a garantia de carbono pode fortalecer boas notícias sobre a adoção de iniciativas de redução de carbono e, assim, impressionar os *stakeholders*. Elshandidy, Neri e Guo (2018) e Elshandidy, Fraser e Hussainey (2013) abordam em seus estudos que, as empresas com atividades de risco e que possuem altos financiamentos tendem a divulgar uma quantidade maior de informações, uma vez que essa divulgação garante aos seus investidores satisfação e clareza nas suas decisões. Com isto, sugere-se que quanto maior for o risco de uma organização, maior deverá ser a emissão de sinais dessas empresas. Esses sinais garantem a redução da assimetria da informação entre as partes e corrobora para que os investidores obtenham clareza de seus investimentos.

#### **2.2.3.4 Teoria da Agência**

A teoria da agência é formalizada pela obra “*Theory of the firm; managerial behaviour, agency costs and ownership structure*” dos autores Jensen e Meckling (1976). Essa teoria baseia-se na análise de conflitos da relação contratual existente entre quem estabelece os objetivos da empresa (o principal) e quem, por meio de delegação, é responsável pelas decisões para atingir tais objetivos (o agente). O conflito na relação de agência surge quando os gerentes tomam decisões divergentes do esperado pelos diretores. Assim, Jensen e Meckling (1976) mencionam que essas divergências podem ser limitadas, pelo principal, por meio de incentivos adequados para o agente e mediante a ocorrência de custos de monitorização. Esses custos são essenciais para o controle das atividades desempenhadas pelo agente, uma vez que é praticamente impossível garantir que estes tomem as melhores decisões em prol das expectativas do principal sem computar algum custo. Contudo, para que exista a monitorização e a fiscalização dos relatórios e das atividades, os diretores devem apresentar aspectos de independência em relação às rotinas e aos relatórios divulgados pelos gestores. Alshirah, Rahman e Mustapa (2019) demonstram que os diretores estrangeiros, além de melhorarem a transparência dos relatórios financeiros, contribuem com suas experiências no controle de todos os processos internos que resultam da emissão do relatório. Sugerem também que a adoção de diretores estrangeiros, no conselho da administração, pode aprimorar a função de monitorização e aumentar a quantidade de divulgação de risco. Em termos de relevância para os investidores e órgãos reguladores, Abraham e Cox (2007)

evidenciam que os diretores não executivos dependentes não contribuem para a transparência corporativa das divulgações de risco. Uma das razões para que isso ocorra, pode estar relacionada com a existência de uma ligação comercial ou outra qualquer que venha a interferir no julgamento independente destes diretores. Aboud e Roberts (2018) elucidam que os gestores reagem aos seus incentivos pessoais, fornecendo menor qualidade de divulgação de segmento para evitar a monitorização externa ou mascarar decisões ineficientes. Com isso, as informações acabam por ser incompletas, refletindo o problema clássico da teoria da agência: assimetria da informação (Abraham & Cox 2007).

### **2.2.3.5 Teoria dos Stakeholders**

A teoria dos *stakeholders* explica a relação entre a empresa e as partes interessadas. A sua base teórica encontra-se na obra de Freeman, (1984), “*Strategic management: a stakeholder approach*”, tendo sua origem nas áreas da sociologia e da administração. O termo *Stakeholder* refere-se a grupos ou indivíduos que são afetados ou podem afetar os objetivos da organização (Freeman, 1984). Esses grupos devem ser vistos de forma ampla, incluindo não somente as pessoas ligadas diretamente à organização, mas também todas as partes interessadas como, por exemplo, a comunidade, agências governamentais, clientes, colaboradores e credores.

Donaldson e Preston (1995) retratam a importância dos *stakeholders* para a sobrevivência da organização e mencionam que os objetivos desta devem ser voltados para os *stakeholders*. Congruente com o exposto, Freeman (1994) afirma que as empresas têm o dever de dirigir e gerenciar os seus negócios de acordo com os interesses de seus *stakeholders*. Caso isso não ocorra, por falha na execução de gestão, os *stakeholders* podem cobrar esse direito, uma vez que estas são grupos legitimados da organização (Freeman, 1984). Contudo, as organizações divulgam as suas atividades pelo direito que os *stakeholders* têm em receber a informação e, conseqüentemente mantêm seu *status* e reputação na sociedade, o que acaba aumentando o seu valor (Shad et al., 2019).

A divulgação das informações, por parte dos gestores, deve ser adaptada ao tipo de *stakeholder* de cada organização, uma vez que a informação é a peça chave para as tomadas de decisão das partes interessadas (Azlan, 2009). Com isso, as organizações

podem montar estratégias eficazes de divulgação de risco corporativo para obter o apoio dos *stakeholders* e beneficiar das suas relações com reguladores, investidores, governo e funcionários. Ntim et al. (2013) evidenciam que para as divulgações de risco empresariais serem úteis para os *stakeholders* é necessário concentrar a atenção na qualidade das informações divulgadas. Inclusive, os autores mencionam que as autoridades reguladoras podem incentivar as empresas a divulgarem mais informações de risco orientadas para o futuro, atribuindo mais aspectos quantitativos e monetários que garantam relevância e confiabilidade aos relatórios divulgados. Ainda em relação à qualidade, Ekramy e Howard (2013) apontam que existe uma lacuna nos relatórios de risco que tornam os *stakeholders* incapazes de avaliar adequadamente o perfil de risco/retorno de uma empresa. Sugerem diretrizes mais detalhadas, mediante exemplos ilustrativos, para melhorar a qualidade dos relatórios de risco.

#### **2.2.3.6 Teoria da Legitimidade**

As organizações estão cada vez mais flexíveis e adaptadas às mudanças exigidas pela sociedade, em virtude da existência de uma relação contratual entre ambas as partes. Nesse contrato, a sociedade fornece subsídios para o crescimento e a continuidade das atividades da organização, enquanto que esta segue as regras morais e sociais que garantem a sua legitimidade (Shocker & Sethi, 1973). Em síntese, as organizações se encontram em legitimidade quando assumem um padrão comportamental que reflete as crenças e os valores de um grupo social. Em consequência disso, a organização aumenta a compreensibilidade das suas atividades tornando-se legítima para o público, não apenas de uma maneira mais digna, mas também mais previsível e confiável (Suchman, 1995). Essas características podem não ser interpretadas e bem vistas por todos os indivíduos, porém, como a desaprovação não engloba todo o público em geral, as organizações continuam mantendo as suas legitimidades (Suchman, 1995). Isso retrata que, embora as divulgações de uma empresa não afetem o coletivo, quanto maiores forem os níveis de visibilidade pública, maior será o interesse das partes interessadas pelas suas atividades. A informação divulgada pelas organizações apresenta um grande impacto na sociedade, porém para que se tenha uma repercussão positiva, cabe aos gestores criarem estratégias de gestão de legitimidade para se manterem desejáveis e apropriadas no meio em que estão inseridas.

À luz da teoria da legitimidade, a divulgação dos relatórios de risco vem sendo utilizada como estratégia de legitimidade. Oliveira et al. (2011), atribuem a visibilidade pública, por meio dos relatórios de risco, como sendo um fator crucial da estratégia da empresa para aumentar a legitimidade e gerir a reputação corporativa. Manes-Rossi et al. (2018) afirmam que as empresas demonstram uma consciência comum da necessidade de fornecer uma quantidade exaustiva de divulgação social e ambiental, a fim de manter a legitimidade. Além disso, a divulgação sobre os principais riscos e sua gestão é generalizada para atender aos requisitos dos investidores e dos restantes *stakeholders*. Nesta conformidade, os gestores mantêm-se resistentes ao expressar, nos seus relatórios de risco, a realidade que é de fato vivenciada pelas organizações e, conseqüentemente, passam a padronizar os relatórios a fim de manter a legitimidade (Kabir et al., 2019; Abraham & Shrivives, 2014; Abraham & Cox, 2007; Linsley & Shrivives, 2006).

### **2.3 Literatura sobre o relato de informação do risco**

A literatura sobre relatórios de risco está em constante evolução. Muitos investigadores atribuem a esse desenvolvimento literário a alguns fatores desencadeadores, como, por exemplo, a crise financeira, as fraudes corporativas e as mudanças normativas (Elamer, Ntim, Abdou, Zalata & Elmagrhi, 2019; Tahat, Dunne, Fifield & Power, 2019; Elshandidy, Shrivives, Bamber & Abraham, 2018). Com esse avanço, a academia científica tem-se concentrado em analisar os relatórios de risco com o intuito de preencher a lacuna existente entre os utilizadores da informação e o perfil de risco da empresa. Essa temática está sendo objeto de pesquisa em diversos países emergentes, como a Itália (Leopizzi, Iazzi, Venturelli & Principale, 2019; Beretta & Bozzolan, 2004), a China (Tamer, 2018; Tan, Zeng & Elshandidy, 2017) e Portugal (Oliveira, Rodrigues & Craig, 2011), mas também está presente em países desenvolvidos como Reino Unido (Kang & Gray, 2019; Abraham & Cox, 2007), Estados Unidos (Lobo, Siqueira, Tam & Zhou, 2019; Nagar, Schoenfeld & Wellman, 2019; Yi, 2019) e Japão (Fukukawa & Kim, 2017). Percebe-se que, embora a regulação e as abordagens de investigação das pesquisas sejam diferentes nesses países, existe uma inquietude global no meio em que as pesquisas estão inseridas. Isso retrata, mesmo que implicitamente, que as investigações partem para o mesmo objetivo final que é o de elucidar os aspectos das divulgações de risco, que garantam a redução da assimetria da informação entre as partes interessadas.

Há mais de uma década, as pesquisas sobre divulgação de risco fornecem evidências empíricas sobre a quantidade das narrativas de risco apresentadas nos relatórios anuais das empresas. Os resultados apontam que as informações constantes desses relatórios são gerais e incoerentes, dificultando a avaliação do risco pelo investidor. Porém os estudos enfatizam que a divulgação de risco é essencial para aprimorar a disciplina de mercado e garantir a transparência (Abraham & Cox, 2007; Linsley & Shrivess, 2006; Beretta & Bozzolan, 2004). Diante disso, estudos mais recentes abordam questões relacionadas com a transparência e a assimetria da informação nos relatórios de risco divulgados não só voluntariamente (Schiemann & Sakhel, 2019; Nagar, Schoenfeld & Wellman, 2019; Kang & Gray, 2019) mas também nos relatórios cuja divulgação é obrigatória (Leopizzi et al., 2019; Lobo et al., 2019; Campbell, Chen, Dhaliwal, Lu & Steele, 2014).

Os autores Schiemann e Sakhel, (2019) investigam se a decisão de divulgar voluntariamente a exposição de uma empresa a riscos físicos está associada a uma menor assimetria de informação. Os resultados apontam que a assimetria de informação é geralmente menor quando as empresas relatam sobre seus riscos físicos. Também mencionam que o relato de uma exposição maior a riscos físicos está associado a uma assimetria de informação mais baixa para as empresas que se enquadram na regulamentação do Esquema de Comércio de Emissões da UE, enquanto que para outras empresas a direção do relacionamento é inversa. Os autores Nagar, Schoenfeld e Wellman (2019) abordam questões relacionadas à assimetria da informação, entre os investidores e os gestores, examinando os aspectos que não podem ser influenciados, especificamente, à incerteza política econômica do governo (EPU). Constatam que os gestores respondem às incertezas da política econômica governamental aumentando as suas divulgações voluntárias. Entretanto, o impacto que essas incertezas (aumento dos *spreads* de compra e venda e a diminuição das reações no preço das ações) causam é apenas atenuado e não totalmente eliminado. Campbell et al. (2014) analisam o conteúdo informativo obrigatório da seção “fator de risco” do formulário 10-K das empresas Norte-Americanas. Constatam que o tipo de risco e a frequência com que as empresas o enfrentam determinam as divulgações emitidas pelos gestores. Os autores afirmam que as divulgações dos fatores de risco não são padronizadas. Porém, enfatizam que as divulgações são úteis sobre fatores de risco e os investidores incorporam essas informações aos valores de mercado. Os autores Leopizzi et al.



(2019), em um de seus objetivos, analisam o nível de divulgação de riscos após a introdução da diretiva 2014/95 União Europeia, segundo a qual o risco de divulgação não financeira se tornou obrigatório. Os seus resultados demonstram que o nível de divulgação de riscos não financeiros é melhor do que antes da introdução da diretiva. Com base no perfil *outlook* (como os gestores comunicam as diretrizes adotadas em relação aos riscos identificados), os autores concluem que as informações são principalmente orientadas para o passado ou presente e raramente para o futuro. Contudo, percebe-se que a importância da regulamentação está evidenciada no aperfeiçoamento das divulgações de risco, na transparência das informações e na governação (Elamer et al., 2019). Além disso, as informações emitidas aos investidores garantem a legitimidade empresarial (Tahat et al., 2019).

De maneira geral, as empresas divulgam as suas informações quando os benefícios resultantes destas superam os custos empresariais (Verrechia, 1983). Com isto, presume-se que somente os acontecimentos favoráveis são comunicados aos investidores, extinguindo assim qualquer possibilidade de a empresa contrair custos providos de uma narrativa mal elaborada. Dentre os custos a que as empresas estão expostas, podem-se mencionar os custos proprietários como sendo um dos mais relevantes na abordagem da divulgação de risco. Estes custos surgem quando as consequências de uma divulgação podem danificar, consideravelmente, o valor da empresa (Kang & Gray, 2019). Congruente com a relevância dos custos proprietários, os pesquisadores Aboud e Roberts, (2018) examinam o impacto dos motivos de custo de propriedade e agência na qualidade e quantidade de divulgação por segmentos segmento e como a adoção da IFRS 8 afeta esse impacto. Concluem que os custos proprietários são uma razão, particularmente relevante, para fornecer uma qualidade de divulgação por segmento mais baixa após a IFRS 8. Isto é, com a introdução da norma aumentaram as possibilidades de a empresa reter ou relatar informações por segmentos de qualidade inferior. Maingot, Quon e Zéghal, (2018), em seus estudos, evidenciam um pequeno aumento de divulgações de risco nos relatórios, de empresas financeiras, dos Estados Unidos e do Canadá nos anos de 2007 a 2008. Sugerem que esse fato pode ter sido motivado pelo desejo de reduzir custos proprietários, juntamente com uma estratégia de divulgação prudente após a crise financeira. Nas pesquisas de Kang e Gray, (2019), são evidenciados diversos tipos de custos relacionados às divulgações voluntárias, entre eles, custo de regulamentação, coleta de informações e processamento, custos de litígio,

custos políticos e, conforme mencionado anteriormente, os custos proprietários. Os autores investigam o comportamento da divulgação voluntária das principais empresas multinacionais britânicas em relação aos riscos específicos de cada país. Para tanto, focam em perceber se a decisão de se envolver em práticas voluntárias de divulgação está associada ao nível de riscos específicos enfrentados pelas empresas de cada país. Constatam em suas investigações que as divulgações de risco específicos de cada país são consistentes com a teoria da divulgação voluntária, em que os custos tendem a superar os benefícios da perspectiva do que é percebido como sendo do interesse de uma empresa multinacional.

Contudo, a decisão de relatar ou não uma informação relevante parte da impressão que o gestor quer causar às partes interessadas. Sendo assim, eles se utilizam do tom verbal para criar diversas impressões sociais com a finalidade de atrair positivamente os investidores (Richard, J. & Glenn, 2019). Com isso, por exemplo, muitas empresas optam por divulgar voluntariamente informações ambientais para aumentar a transparência e reduzir a assimetria da informação. Por meio disso, criam condições favoráveis para que as empresas possam obter financiamento por dívida a custos mais baixos (Luo, Guo, Zhong & Wang, 2019). Diante de tantos desafios empresariais, a comunicação narrativa desempenha um papel de extrema relevância (Merkl-Davies & Brennan, 2017), principalmente como ferramenta na tomada de decisão do investidor, que por sua vez espera que os relatórios empresariais sejam úteis e de fácil compreensão (Christopher, 2020).

### **2.3.1 Impression Management**

O conceito de *impression management* (IM) tem origem na psicologia social com a obra dramática “*The Presentation of Self in Everyday Life*” do autor Goffman, (1959). O escritor utiliza uma linguagem teatral para abordar o comportamento humano em sociedade e a sua forma de manifestação, levando o leitor a ter uma percepção de como os indivíduos são compreendidos de forma favorável pelos seus semelhantes. Na pesquisa contábilística, a conceitualização predominante de IM é baseada na economia, aplicando-se em um contexto de relatório empresarial por meio de divulgações narrativas discricionárias tendenciosas (Merkl-Davies & Brennan, 2011). O IM são representações simbólicas das ações substanciais originadas pelas organizações (Bansal & Kistruck, 2006). Essas ações substantivas, como, por exemplo, investimentos, metas

e processos, estão expostas a incertezas, cujos resultados beneficiam muitas vezes a sociedade e não a empresa. Com isso, as representações passam a ser geridas de modo a influenciar os *stakeholders*, controlando como e o que de fato deve ser divulgado. Por motivos como esse, as táticas de IM servem, de incentivos para os gestores, uma vez que estes não precisam fazer mudanças nas suas estratégias de investimento para usufruir dos mesmos benefícios se assim tivessem feito (Roman, Mocanu & Hoinaru, 2019). Neste sentido, os gestores, mediante as suas atitudes racionais, exploram a assimetria da informação para ludibriar os investidores, evidenciando os resultados positivos e ofuscando os resultados negativos por meio de seus relatórios empresariais (Merkl-Davies, Brennan & McLeay, 2011). Contudo, os gestores adotam estratégias de IM, de maneira consciente, (Merkl-Davies & Brennan, 2007) destinadas a manipular a opinião dos *stakeholders* (Martínez-Ferrero, Suárez-Fernández & García-Sánchez, 2019), criando em seus relatórios a identidade desejada para a organização (Roman et al., 2019).

As estratégias de IM são vistas como atos intencionais e oportunos tanto para ocultar as más notícias, quanto para enfatizar as boas notícias (Dominique & Olivier, 2017). Os autores Merkl-Davies e Brennan, (2007) e Niamh et al., (2009) abordam sete estratégias de IM nos relatórios corporativos, a saber: 1) manipulação da facilidade de leitura. Essa estratégia é utilizada para ofuscar o desempenho empresarial, especialmente quando os resultados são negativos, utilizando uma linguagem mais difícil de ler; 2) manipulação retórica. Baseia-se em dispositivos retóricos para ofuscar o desempenho negativo da empresa. Utiliza-se de linguagens de persuasão para impressionar os leitores; 3) manipulação temática. São estudos orientados para a forma, analisando palavras e frases para extrair inferências. Também enfatiza o desempenho financeiro; 4) manipulação visual e estrutural. É a maneira pela qual a informação é apresentada, dando ênfase visual, verbal, ou de forma numérica. Existem três formas de dar ênfase às divulgações narrativas dos relatórios financeiros: apresentação, repetição e reforço; 5) comparações de desempenho. Essa técnica é tendenciosa e envolve a escolha de *benchmarks* para retratar o desempenho financeiro atual da melhor maneira possível; 6) escolha de números de ganhos. É uma técnica de seletividade. A empresa seleciona os números de desempenho mais atrativos, retratando-os da melhor maneira possível; e por fim 7) atribuição de resultados organizacionais. São estudos temáticos orientados ao significado. As estratégias 1 e 2 ofuscam as más notícias, já as estratégias de números 3,

4, 5 e 6 enfatizam as boas novas (Merkl-Davies & Brennan, 2007). A técnica de ofuscação obscurece a mensagem pretendida, mascarando os resultados organizacionais adversos evidenciando o desempenho organizacional positivo (Martínez-Ferrero et al., 2019). Nesta conformidade, as táticas assertivas são usadas para promover qualidades e melhorar competências, enquanto as táticas defensivas são utilizadas para reparar ou justificar resultados negativos (Bian et al., 2020).

A comunicação desempenha um papel crucial na contabilidade, contudo não basta concentrar as preocupações e interesses somente em medir o desempenho e a posição financeira da empresa, mas também em gerir a impressão da informação que será retratada aos *stakeholders* (Merkl-Davies & Brennan, 2017) e que, conseqüentemente, também atendam aos requisitos normativos (Richard et al., 2019). Para tanto, a temática de IM vem sendo constantemente analisada nas pesquisas contabilísticas, principalmente nas divulgações dos riscos empresariais. Estudos empíricos abordam o desenvolvimento de tipologias para examinar as estratégias de IM tanto na investigação da não conformidade com o Código de Governo das Sociedades (Shrives & Brennan, 2017) quanto para analisar as narrativas das falhas organizacionais (Kibler, Mandl, Farny & Salmivaara, 2020). Outros estudos analisam o IM na qualidade e no conteúdo das divulgações do capital intelectual (Valentina, Chiara & Sara, 2019; Melloni, 2015), na qualidade dos relatórios de sustentabilidade (Boiral, Brotherton & Talbot, 2020; Dominique & Olivier, 2017), na utilização de estratégias como forma de agilidade na aprovação regulatória de um novo empreendimento (Srikant, 2019) e nas narrativas como forma de manipulações lexicais, como o tom e a legibilidade (Luo et al., 2019; Richard et al., 2019; Roman et al., 2019; Chakrabarty, Seetharaman, Swanson & Wang, 2018; Hummel, Mittelbach-Hörmanseder, Cho H. & Matten, 2017; Bonsall, Leone, Miller & Rennekamp, 2017).

O tom é um elemento estilístico pelo qual o autor atribui uma conotação desejada à narrativa, muitas vezes chamado de sentimento textual (Gatzert & Heidinger, 2019). Já a legitimidade determina a facilidade da leitura e a clareza do que é exposto (Loughran & McDonald, 2016; Merkl-Davies & Brennan, 2007). Relacionado à legibilidade, Christopher (2020) examina se a legibilidade da divulgação é menor para as empresas-alvo da investigação da *US Securities and Exchange Commission* (SEC) do que para as empresas médias que são negociadas publicamente nos EUA. Constatam, em suas evidências empíricas, que as divulgações das empresas que estão sendo investigadas por

infrações de “livros e registros” são mais difíceis de serem lidas do que a divulgação das empresas médias de capital aberto nos EUA. Outros estudos atuais sobre IM abordam práticas IM como forma de manter cargos de gestão de topo. Os estudos do autor Liu (2020) sugerem que os CEOs, recentemente nomeados, tomam iniciativas de divulgar questões relacionadas à responsabilidade social corporativa como estratégia de IM, a fim de obter uma visibilidade positiva com os *stakeholders* e para se protegerem de demissões antecipadas. Outra questão, atualmente abordada é a forma como os empresários manifestam ao público, de maneira favorável, eventos graves e muitas vezes irreversíveis, como por exemplo, a dissolução do negócio. Kibler, Mandl, Farny e Salmivaara, (2020), por meio de narrativas públicas de dissolução de negócios, evidenciam que as estratégias assertivas e defensivas são dominantes para os atores explicarem as suas falhas organizacionais. Os autores revelam uma tipologia de cinco narrativas públicas, a saber: a) Triunfo. Por meio de uma estratégia assertiva de IM, destacando a persistência pessoal dos empreendedores; b) Harmonia. Com base em uma estratégia assertiva, a narrativa contém uma base emocional, transmitindo a aceitação do estado atual; c) Abraço. A narrativa é mais complexa. Oferece uma justificativa equilibrada para o fracasso, convidando o público a processar a falha e a simpatizar com o processo de recuperação profissional e emocional do empresário. Apresenta estratégias assertivas e defensivas, utilizando-se da principal tática de IM para se auto promover; d) Deslocada. Também utiliza estratégias assertivas para evidenciar os grandes esforços feitos pela atividade e defensivas como pedidos de desculpas, refletindo que aceita suas responsabilidades no término do negócio; e e) Mostrar . Aplica a tática demonstrativa, transmitindo as falhas com clareza e detalhes. De modo geral, subentende-se que os gestores manipulam as informações a fim de aumentar o desempenho e garantir uma boa reputação empresarial.

As táticas utilizadas pelas empresas como método de IM estão expressas nas narrativas corporativas. Esses relatos contabilísticos costumam assumir um gênero textual complexo, sutil e sombreado que abrange um público, suficientemente, intelectual para apreciar os resultados (Rutherford, 2013). Características como essas, de narrativas complexas e incompreensíveis podem estar vinculadas a um evento negativo que as empresas estejam atravessando, por isso cabe aos investidores redobram as suas atenções às comunicações empresariais que não são tão legíveis, especialmente quando estas estiverem sendo investigadas por violação de regulação (Christopher, 2020). Em

razão disso, o IM, normalmente ocorre em regiões menos regulamentadas e as divulgações apresentam um foco maior nos resultados financeiros (Niamh et al., 2009). Essas peculiaridades dos relatórios corporativos vêm sendo analisadas constantemente pelos órgãos reguladores, porém, táticas como a ausência da comunicação, ou seja, o silêncio, não permitem uma adequada supervisão (Merkl-Davies & Brennan, 2017). No cenário atual de mudanças regulatórias, as divulgações de risco se tornam uma ferramenta aliada dos gestores na obtenção e sustentação da legitimidade. As empresas utilizam táticas para manipular as percepções dos *stakeholders*, uma vez que os regulamentos contábilísticos não determinam o conteúdo, nem a forma como as divulgações devem ser apresentadas (Arena, Bozzolan & Michelon, 2015). Com isso, o tom verbal passa a ser uma estratégia empresarial adotada para refletir as incertezas e garantir a legitimidade. Shrives e Brennan, (2017) examinam as estratégias retóricas que as empresas utilizam para persuadir o público na necessidade de explicar ou cumprir o Código de Governo das Sociedades. Os autores concluem que as estratégias parecem mais orientadas para explicações enganosas do que para argumentos significativos, podendo, além de gerar a desconfiança do mercado, danificar o sistema de “explicar” ou “cumprir” do regulamento.

Diante de tantas técnicas de persuasão, os *stakeholders* passam a ter dificuldades na avaliação adequada do perfil do risco empresarial, principalmente nos riscos mais difíceis de serem mensurados pela sua imprevisibilidade, como, por exemplo, os riscos de sustentabilidade (Boiral, Talbot & Brotherton, 2020; Boiral, Brotherton, et al., 2020). Embora as agências de classificação de sustentabilidade (SRAs) tenham o papel fundamental de garantir a confiabilidade e a materialidade das informações prestadas nos relatórios de sustentabilidade, os autores Boiral, Brotherton, et al., (2020) afirmam que essas agências utilizam estratégias retóricas de IM para se diferenciarem e se manterem competitivas no mercado, influenciando as percepções dos relatórios de sustentabilidade e, conseqüentemente, tornando as informações menos confiáveis para a tomada de decisão do investidor. Em razão disso, Boiral, Talbot, et al., (2020) questionam a confiabilidade e a avaliação do risco de sustentabilidade oferecido pelas agências, uma vez que os produtos que elas oferecem para quantificar o risco não condizem com o que de fato apresentam. Os autores constatam que as SRAs usam discursos tranquilizadores para abordar questões sobre a racionalidade e o rigor das medidas de risco de sustentabilidade muito exageradas, podendo se assemelhar a um

mito racional. Com isso, existe uma crescente pesquisa sobre a qualidade dos relatórios de sustentabilidade e as estratégias adotadas de IM, principalmente na ótica dos profissionais de investimento socialmente responsável (SRI) (Dominique & Olivier, 2017). Esses profissionais se baseiam em empresas mais sustentáveis, excluindo qualquer possibilidade de se envolver em atividades que não tenham uma boa reputação e com isso afetem o valor de mercado (Boiral, Brotherton, et al., 2020). Nesta concepção, Dominique e Olivier, (2017) demonstram que, embora as estruturas do *Global Reporting Initiative* (GRI) sejam um avanço, ainda carecem de muitas melhorias, principalmente na qualidade dos relatórios de sustentabilidade. Os autores evidenciam que são utilizadas estratégias de IM para destacar os aspectos positivos do desempenho em sustentabilidade e ofuscar os resultados negativos, distorcendo a boa aplicação dos princípios do GRI. De qualquer forma, os profissionais de SRI encaram de uma forma otimista a evolução dos relatórios de sustentabilidade e enfatizam a relevância das estruturas do GRI na melhoria da área de sustentabilidade. Alguns elementos podem contribuir para analisar as táticas de IM nas divulgações de riscos, como, por exemplo, os tipos de narrativas (Richard et al., 2019), a conformidade dos relatórios corporativos (Shrives & Brennan, 2017), a influência social dos *stakeholders* (Hassan, 2014) ou até mesmo o efeito Pollyana, isto é, quando as palavras positivas são frequentemente mais utilizadas que as palavras negativas (Rutherford, 2013).

Alguns estudos tratam das expectativas que os *stakeholders* criam mediante as divulgações de risco empresariais. Hassan (2014) explora como as partes interessadas dos Emirados Árabes Unidos criam expectativas sociais relacionadas às divulgações de riscos e também abordam como os gestores utilizam as divulgações das narrativas de risco para obter, manter e restaurar a legitimidade social de suas organizações. O autor constata que os gestores utilizam táticas assertivas e defensivas para tratar das questões relacionadas à legitimidade, sendo envolvidos pelo desejo oportunista de obter vantagens e benefícios com os processos de divulgação. Também revela que os relatórios anuais incorporam as recomendações das divulgações de risco, fortalecendo a posição local e internacional. Entretanto, menciona que as narrativas de riscos do país parecem ser usadas como táticas ocultas. Nessa situação, os relatórios anuais incorporam narrativas de risco de acordo com as expectativas da sociedade, mas a verdadeira realidade não está exposta na divulgação. Campbell et al., (2014) examinam o conteúdo informativo da seção fator de risco do formulário 10-K para verificar o que

torna a empresa arriscada ou especulativa. Para tanto, os autores realizam testes projetados para incorporar as expectativas dos investidores, considerando que as empresas descrevem situações negativas e pessimistas, utilizando um tom negativo em suas divulgações. Constatam que as divulgações de risco são específicas da empresa e úteis para os investidores, ou seja, não são padronizadas. Os gestores divulgam na seção “fator de risco” os riscos que realmente as empresas enfrentam e os investidores incorporam essas informações nos valores de mercado.

Mediante a apresentação desses estudos, percebe-se a criação de inúmeros cenários que possibilitam observar a variedade de estratégias de IM criadas em diversos contextos para moldar as percepções do leitor. Na análise dos estudos direcionados ao risco, evidencia-se uma preocupação acentuada das empresas em relação à legitimidade não somente por questões legais, mas também pelo fato de a empresa ter a necessidade de ser aceita na sociedade (Srikant, 2019). Desta forma, a estratégia retórica permite, de uma maneira mais clara, demonstrar os aspetos persuasivos da divulgação de risco, alargando as percepções das partes interessadas e contribuindo para uma maior transparência dos relatórios corporativos.

### **2.3.2 O tom do discurso**

Os relatórios corporativos utilizam inúmeras formas de comunicação para reportar as informações materiais financeiras e não financeiras a uma gama de diferentes públicos. Com isso, o tom utilizado nos textos empresariais divulgados no mercado de capitais vem sendo uma linha de investigação em grande expansão na área contabilística. Nesse sentido, diversos tipos de narrativas, mesmo que com propósitos diferentes, abordam o elemento estilístico “tom” como ferramenta de detecção de confiabilidade da mensagem retratada pelos gestores. O tom é visto como um produto composto por palavras que, quando acumuladas, passam a produzir expectativas padronizadas, expressando aos receptores algo importante sobre a perspectiva do autor (Richard et al., 2019). Em outras palavras, o tom refere-se à atitude do texto, enquanto que a legibilidade é a facilidade com que o leitor consegue captar a mensagem do texto (Mittelbach-Hoermanseder, Hummel & Rammerstorfer, 2020). Nesta concepção, o tom é um elemento lexical que envolve palavras para criar expressões sociais, atribuindo uma determinada conotação à narrativa, muitas vezes chamada de sentimento textual (Gatzert & Heidinger, 2019). Esse sentimento tem como elemento básico de medida a



qualificação das palavras como positivas, negativas ou neutras (Boudt & Thewissen, 2019). Quando ele é expresso nas cartas aos acionistas em tom positivo, em tempos de crise econômica, além de transmitir uma expectativa positiva das ações internas em termos de desempenho futuro, também pode refletir, positivamente, as características dos gestores de topo na busca por novas oportunidades em meio à crise (Supavich, G.Lehmberg & Tangpong, 2020). Em razão disso, os gestores normalmente apresentam as informações em uma ordem específica, ou seja, de uma forma que o leitor da carta do CEO tenha uma percepção mais afirmativa da mensagem subjacente, atribuindo um sorriso na frequência de palavras positivas e um meio sorriso (sorriso malicioso) na distribuição intratextual de palavras negativas (Boudt & Thewissen, 2019). Além dessa análise sobre os incentivos dos CEOs em tempos de crise, Quigley, Hubbard, Ward e Graffin (2020) abordam a vantagem informacional dos CEOs, impulsionada pela assimetria da informação, no uso de estratégias criadas em períodos que antecedem a concessão de opção para garantir benefícios próprios. Os autores constataam que os comunicados obrigatórios, regulamentados pela SEC, têm uma relevância maior do que as informações prestadas voluntariamente. Eles verificam que os investidores conseguem perceber as táticas de manipulação das narrativas discricionários e que as informações obrigatórias são claramente mais pertinentes para os acionistas. Porém, embora os regulamentos exijam informações relevantes, acabam por não oferecer orientação sobre o teor das narrativas. Com isso, os CEOs utilizam o momento e os prazos dos comunicados à imprensa para manipular, subtilmente, o tom das narrativas e reduzir o preço das ações de sua empresa para ganho pessoal. Eles usam tons mais negativos do que positivos. Desta forma, os executivos, além de atenderem aos requisitos legais, manipulam o mercado e os acionistas de maneira oportunística.

Devido às inúmeras formas de se emitir uma mensagem, os autores Merkl-Davies e Brennan (2017) afirmam que os relatórios empresariais se preocupam, principalmente, com a comunicação entre as organizações e as audiências externas para fins de responsabilização ou tomada de decisão. Contudo, estudos retratam que os gestores utilizam uma linguagem complexa em suas divulgações, podendo indicar tanto a existência de conteúdos técnicos complexos, quanto a ofuscação gerencial das informações (Bushee, Gow & Taylor, 2018).

Dentre os tipos de narrativas corporativas evidenciadas nos estudos, destacam-se os relatórios integrados (Valentina et al., 2019; Roman et al., 2019), a carta do CEO

(Quigley et al., 2020; Boudt & Thewissen, 2019; Craig & Amernic, 2018), a declaração do presidente (Alonso, John & Martin, 2019), os comunicados à imprensa (mídia) (Luo et al., 2019), os relatórios de responsabilidade social (Clarkson et al., 2020; Martínez-Ferrero et al., 2019; Hummel et al., 2017), entre outros. Dessas narrativas, diferentes abordagens teóricas foram apresentadas para explorar e entender o tom utilizado pelos responsáveis pela elaboração e divulgação dos relatórios empresariais. Richard et al., (2019) examinam o papel do tom na influência da legibilidade nos relatórios anuais e nos relatórios independentes de RSE das maiores empresas listadas da Austrália e da Nova Zelândia. Descobrem que todas as seis formas de tom estão significativamente relacionadas com a legibilidade. Detectam que as linguagens positivas, otimistas e realistas estão positivamente relacionadas à legibilidade, ou seja, os relatórios apresentados pelas empresas, com esses elementos tonais, são mais fáceis de serem lidos. Já as formas de linguagens como atividades, certezas e semelhanças estão negativamente relacionadas à legibilidade. Roman et al., (2019) exploram a legibilidade e o tom otimista das narrativas nos relatórios anuais integrados, escolhidos aleatoriamente do banco de dados do *Integrated Reporting*, configurados pelo *International Integrated Reporting Council* (IIRC). Constatam que o fraco desempenho das empresas reflete-se em relatórios mais longos e menos legíveis, demonstrando um nível mais alto de otimismo. Isso pode estar relacionado a uma estratégia de manipulação para tentar convencer os *stakeholders* de que a realidade da empresa é outra. Também elucidam que as empresas mais jovens com desempenho financeiro mais baixo tendem a fornecer divulgações mais curtas e mais otimistas, uma vez que estas têm uma necessidade maior de se consolidar perante os *stakeholders* e construir uma boa reputação. Valentina et al., (2019) analisam a relação entre o desempenho financeiro e não financeiro (ESG) das empresas e o tom das divulgações do capital intelectual (DCI) nos relatórios integrados. Os autores sugerem que as DCIs são discursivos e orientados para o passado, com foco limitado no capital humano. Seus resultados suportam a abordagem das informações incrementais, na qual à medida que o tom otimista dos DCIs aumenta, também aumenta seu desempenho não financeiro. Clarkson et al., (2020), por meio de uma análise textual, exploram se os diversos recursos linguísticos revelam o verdadeiro desempenho empresarial em seus relatórios de RSE e a relevância da avaliação incremental dos recursos textuais na obtenção de informações de como os investidores captam as diferenças divulgadas nos relatórios de RSE. Os autores constataam uma relação positiva entre o desempenho da RSE e o nível

de divulgação. Verificam que os bons desempenhos em RSE são mais avançados em sua redação, apresentando uma linguagem mais sociável e amigável, exibindo recursos que sugerem maior ambição, conquista e nível de sofisticação, consistentes com suas estratégias proativas de RSE. Além disso, descobrem que esses recursos linguísticos também são incrementais, corroborando para uma interpretação de que não é apenas o quanto as empresas dizem, mas também como elas dizem que é importante, tanto para a identificação do tipo de desempenho de ser, quanto da perspectiva dos investidores. Lim, Chalmers e Hanlon, (2018) investigam as estratégias de negócios como determinante de legibilidade do relatório anual 10-K, uma vez que essas estratégias enquadram o nível, a redação e a complexidade das divulgações. Os autores exploram a legibilidade de empresas de prospecção, ou seja, as que são orientadas para a inovação com uma determinada complexidade operacional e, também analisam as empresas mais estáveis, isto é, as que buscam um custo-benefício, resultando em divulgações menos complexas. Eles constatam que os prospectores revelam tons negativos e de incerteza maiores do que os defensores. Estes por sua vez, utilizam tons mais litigiosos em seus relatórios. Com isso, evidenciam que o uso maior de tons negativos e de incerteza nos 10-Ks pode explicar a menor legibilidade dos 10-Ks dos prospectores. Luo et al., (2019) também contribuem para a literatura, estudando o efeito do tom positivo e negativo do relato da mídia nas relações entre a qualidade da divulgação de informações ambientais e os custos de financiamento da dívida das empresas chinesas. Dentre os vários apontamentos, os autores demonstram que o impacto dos relatos negativos da mídia e a qualidade da divulgação de informações ambientais na redução dos custos de financiamento da dívida se mitigam entre si. Eles evidenciam que o sentimento negativo da mídia prejudica a reputação da empresa tanto para os credores que já possuem uma impressão da empresa, dificultando a concessão de empréstimos, quanto para os credores que são investidores vulneráveis ao tom utilizado pela mídia, levando-os a aumentar a taxa de juro do empréstimo para compensar o prêmio de risco.

Diante da vasta literatura que aborda o tom do discurso, percebe-se que ao nível do risco empresarial nenhuma pesquisa abordou, até onde se sabe, as consequências econômicas do tom otimizado na informação sobre o risco.

### **3 Metodologia**

#### **3.1 Desenvolvimento da hipótese**

A divulgação de risco tem um papel fundamental na redução da assimetria da informação e integra o processo de criação de valor da empresa (Florio & Leoni, 2017; Meidell & Kaarbøe, 2017; Callahan & Soileau, 2017). Em razão disso, pode-se mencionar que os benefícios excedentes da divulgação que repercutem no desempenho empresarial estão evidenciados nas escolhas das palavras e na manipulação dos números utilizados pelos gestores em suas narrativas (Talbot & Boiral, 2018). Isso leva a crer que o tom, nos relatórios de risco, está associado ao valor da empresa. Esse desempenho que reflete o valor empresarial pode ser medido de diversas formas, sendo algumas delas: a) desempenho financeiro - percentual de vendas resultantes de novos produtos, capital empregado, retornos sobre ativos, retornos sobre investimentos, retornos sobre patrimônio, lucro por ação e lucro líquido por ação; b) desempenho de mercado - vendas, participação de mercado; e c) retorno dos acionistas - retorno total dos acionistas, valor econômico agregado (Shad et al., 2019). Além dessas medições, para que se consigam precificar os benefícios econômicos que geram valor empresarial, Cahan, De Villiers, Jeter, Naiker e Van Staden, (2016) abordam os seguintes fatores para se alcançar o desempenho social: I) ambientes mais fortes de aplicação de leis; II) maior participação dos cidadãos na seleção do governo; III) governos mais eficazes e responsáveis; IV) maior qualidade regulatória; V) uma imprensa mais livre; e VI) as empresas com maior número de divulgação de RSE prevista. O desempenho corporativo, evidenciado nos relatórios de gestão, pode estar potencialmente associado ao sentimento do gestor (Supavich et al., 2020). Inclusive o baixo desempenho financeiro remete a relatórios mais longos e mais otimistas, indicando estratégias de ofuscação (Martínez-Ferrero et al., 2019; Gaia Melloni, Caglio & Perego, 2017). De encontro com esse argumento, Valentina et al., (2019) mostra que o desempenho financeiro negativo não está significativamente associado a um tom positivo, assim, seus resultados não estão alinhados com a parte da literatura que revela comportamentos antiéticos dos gestores na divulgação de informações. Desta forma, com a influência das divulgações de risco no valor da empresa (Kamaruzaman et al., 2019), é essencial compreender em que medida o tom das narrativas, relatadas nos relatórios de risco, é capaz de atrair positivamente os investidores e, conseqüentemente, criar valor

empresarial. Este estudo espera encontrar uma relação positiva entre o tom das narrativas de relato associado ao valor da empresa.

Hipótese1: O tom das narrativas de relato sobre o risco está associado ao valor da empresa.

### **3.2 Amostra de recolha de dados**

Com o objetivo de analisar o tom do discurso das empresas portuguesas cotadas na criação de valor, concentramo-nos, especificamente, na seção de risco e gestão de risco incluída nos relatórios e contas anuais consolidadas do ano de 2018, das empresas Portuguesas não financeiras com títulos admitidos à negociação no mercado regulamentado da *Euronext Lisbon*. Esse período foi selecionado intencionalmente, pelo fato de se tratar de um ano importante de adoção e de adaptação normativa em Portugal. Em relação à amostra, verifica-se um total de 51 empresas portuguesas listadas no mercado regulamentado da Euronext Lisbon em 31 de dezembro de 2018. Desse total, são excluídas da análise as empresas financeiras e as SADs (Sociedade Anônima Desporto), uma vez que elas apresentam requisitos próprios de divulgação. Diante disso, a amostra final compreende 34 empresas não financeiras, subdivididas nos diferentes setores de negócios, obtendo destaque nas atividades relacionadas a indústria, telecomunicações, tecnologia da informação, construção e materiais e nos setores de energia. A lista de empresas que compõem a amostra encontra-se no Apêndice A. Esse número amostral corrobora para que sejam alcançados resultados generalizáveis e para que o objetivo principal dessa pesquisa seja alcançado com êxito. Em relação à recolha de dados, por meio de fontes secundárias, foram extraídos manualmente, dos relatórios e contas consolidadas disponibilizados nos sites das empresas, os dados referentes à divulgação de risco. Nomeadamente, as informações sobre o risco são retiradas da parte que trata da governança corporativa, especificamente nas seções de controlo interno e gestão de risco. Já os dados de mercado foram extraídos da base de dados Datastream.

A presente pesquisa, executa uma análise de conteúdo quantitativa computadorizada, por meio da análise textual das narrativas. Essa técnica é a mais utilizada pelos analistas de conteúdo, pois além de permitir a redução do volume do texto, permite compreender e gerir as informações nele contidas, possibilitando verificar com precisão a frequência de certos vocábulos nos documentos (Krippendorff, 2013). Contudo, cabe ressaltar que

existem muitas opções de programas que analisam o conteúdo de um texto digitalmente. Todavia, o software DICTION, em contraste com as outras técnicas, se sobressai por se concentrar na escolha de palavras determinadas por vários pesquisadores sociais e também pela utilização de elementos de inteligência artificial (Short & Palmer, 2007), baseando-se principalmente na gestão estratégica das comunicações textuais dos gestores.

### **3.3 Variáveis Independentes**

A variável independente do estudo é o tom das narrativas, que vem a ser medido, nesta investigação, por meio de um software de análise textual computadorizado denominado DICTION. O programa DICTION, desenvolvido por Hart (1984), apresenta uma excelente ferramenta de contagem de palavras com base na teoria linguística, oferecendo alternativas úteis para os pesquisadores contabilísticos que investigam o IM (Sydserff & Weetman, 2002). Com isso, o programa vem sendo utilizado de maneira gradativa pelas pesquisas que analisam o tom no discurso empresarial (Richard et al., 2019; Craig & Amernic, 2018; Gaia Melloni, Caglio & Perego, 2017; Patelli & Pedrini, 2015). Devido à sua natureza automatizada, ele garante a confiabilidade e a validade das informações tanto para a codificação quanto para a quantificação (Cho, Roberts & Patten, 2010), tornando-se também um grande aliado na análise de conteúdo na obtenção de medidas objetivas de divulgação não quantitativa para grandes amostras (Davis, Piger & Sedor, 2012). O programa é composto por 10.000 palavras de pesquisas divididas em 31 listas de palavras ou dicionários, compilados após a análise de 20.000 textos diferentes. Esses dicionários são utilizados, para a análise lexical, por meio de cinco variáveis mestres, sendo elas: (1) Atividade. Linguagem com movimento, mudança, implementação de ideias e prevenção da inércia. (2) Certeza. Linguagem que indica inflexibilidade, completude e tendência a falar *ex cathedra* (autoridade ou tom doutoral); (3) Otimismo. Linguagem endossando alguma pessoa, grupo, conceito ou evento ou destacando suas implicações positivas; (4) Realismo. Linguagem que descreve assuntos tangíveis, imediatos e reconhecíveis que afetam a vida cotidiana das pessoas; (5) Comunalidade. Linguagem que destaca os valores acordados de um grupo e rejeita os modos idiossincráticos de envolvimento (Hart & Carroll, 2014). As pontuações para essas cinco variáveis principais começam com a comparação das palavras do texto analisado com as palavras contidas nos 31 dicionários exclusivos. As

pontuações para cada uma das cinco variáveis principais são combinações lineares das pontuações padronizadas de sub-recursos (variáveis subalternas) e das quatro variáveis “calculadas” (insistência, embelezamento, variedade, complexidade). Na tabela 1 são apresentadas as variáveis subalternas e as variáveis calculadas, que quando combinadas determinam a pontuação da variável mestre.

**Tabela 1. Variáveis Mestre Diction**

<b>Variáveis Mestre</b>	<b>Fórmula</b>
<i>Atividade</i> ( <i>Activity</i> )	[Agressão + Realização + Comunicação + Movimento] - [Termos Cognitivos + Passividade + Embelezamento]
<i>Certeza</i> ( <i>Certainty</i> )	[Tenacidade + Nivelamento + Coletivos + Insistência] - [Termos Numéricos + Ambivalência + AutoReferência + Variedade]
<i>Otimismo</i> ( <i>Optimism</i> )	[Elogio + Satisfação + Inspiração] - [Culpa + Dificuldade + Negação]
<i>Realismo</i> ( <i>Realism</i> )	[Familiaridade + Consciência espacial + Consciência temporal + Preocupação atual + Interesse humano + Concreticidade] - [Preocupação do passado + complexidade]
<i>Comunalidade</i> ( <i>Communality</i> )	[Centralidade + Cooperação + Relacionamento] - [Diversidade + Exclusão + Libertação]

Alguns estudos, que abordam os elementos do DICTION, são constantemente evidenciados na literatura sobre as narrativas corporativas. Dentre eles destacam-se Davis, Piger e Sedor, (2012) e Henry, (2008), que tratam dos comunicados dos *press releases*, Sydserff e Weetman, (2002), que analisam a declaração do presidente e o relatório do gestor, e Yuthas, Rogers e Dillard, (2002), que investigam o discurso dos relatórios anuais. Os autores que analisaram os comunicados à imprensa, em termos metodológicos, utilizaram em suas investigações indicadores de manipulação retórica, já os outros pesquisadores usaram indicadores temáticos. Além desses estudos, os autores Patelli e Pedrini, (2015) encontram suporte em três indicadores do DICTION para constatar que os traços de liderança, que moldam o tom no topo, estão associados a práticas contabilísticas antiéticas, nomeadamente a agressividade no relato financeiro. Eles apresentam a certeza como uma liderança autorizada; o realismo como medição da complexidade da linguagem que reflete uma liderança enganosa; e a comunalidade que mede uma linguagem não envolvente, refletindo uma liderança neurótica.

### 3.4 Variável Dependente e Modelo Econométrico

Neste estudo a variável dependente é representada pelo desempenho de mercado da empresa. Utilizou-se o  $Q$  de Tobin como proxy do valor da empresa, que representa o valor de mercado dos ativos na proporção de seus custos de reposição (McShane, Nair & Rustambekov, 2011). O índice é calculado pelo valor de mercado do patrimônio líquido mais o valor contabilístico do passivo dividido pelo valor contabilístico do ativo. Quanto mais alto for o índice, melhor é o julgamento do mercado sobre a empresa (Florio & Leoni, 2017). O  $Q$  de Tobin possui algumas vantagens em relação às medidas de desempenho contabilístico, pois não requer ajuste ou normalização de risco (Hoyt & Liebenberg, 2011). Além disso, é de livre manipulação gerencial e apresenta uma visão orientada para o futuro, o que proporciona benefícios da gestão de risco no longo prazo, uma vez que o reflexo da adoção de medidas como essa, não repercutem imediatamente (Lechner & Gatzert, 2018). Deste modo, demonstra-se o seguinte modelo matemático para analisar a influência do tom das narrativas de relato sobre o risco no valor da empresa, indicando a variável  $Q$  de Tobin como reflexo das expectativas do mercado.

$$\begin{aligned} TobinQ_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Tom_{i,t-1} + \beta_2 Complex_{i,t-1} + \beta_3 Extfin_{i,t-1} + \beta_4 Size_{i,t-1} \\ & + \beta_5 Roa_{i,t-1} + \beta_6 Leverage_{i,t-1} + \beta_7 Pnexec_{i,t-1} + \beta_8 BDS_{i,t-1} \\ & + \beta_9 Industry_{i,t-1} + \mu_i \end{aligned} \quad (1)$$

onde  $\beta_0$  é uma constante,  $i$  é o índice referente à empresa,  $t$  é o índice referente ao tempo e  $\mu$  é o resíduo da regressão.

### 3.5 Variáveis de Controle

Foram selecionados alguns fatores econômicos, que abordam tanto as condições financeiras quanto as características da empresa, que podem afetar a divulgação de risco na criação de valor empresarial. Estes fatores estão descritos com mais detalhes nesta seção e estão apresentados sucintamente na Tabela 2.



**Tabela 2. Descrição das variáveis dependentes, independentes e de controle**

Nome	Variável	Definição
Q de TOBIN	<i>TobinQ</i>	Valor de mercado do património líquido mais o valor contabilístico do total do passivo dividido pelo total do ativo.
Índice da pontuação de relatos	<i>Tom</i>	Índice do tom da secção de risco dos relatórios anuais (Atividade, Certeza, Otimismo, Realismo, Comunalidade).
Complexidade	<i>Complex</i>	Fatores: 1) número de segmentos de negócios; 2) tamanho da empresa; e 3) proporção de ativos intangíveis no total de ativos. Variável dummy (= 1 se a pontuação do fator comum para a complexidade organizacional for maior que o valor mediano da amostra e 0 caso contrário).
Financiamento Externo	<i>Extfin</i>	Gastos de capital menos fluxo de caixa das operações divididas por gastos de capital. Variável dummy (= 1 se o índice de necessidades de financiamento externo for maior que o valor mediano e 0 em caso contrário).
Total de Ativos	<i>Size</i>	Logaritmo natural do valor contabilístico do total de ativos.
Retorno sobre Ativos	<i>Roa</i>	Lucro líquido dividido pelo total de ativos.
Dívida	<i>Leverage</i>	Dívida de longo prazo dividida pelo valor contabilístico do total de ativos.
Diretores não executivos	<i>Pnexec</i>	Proporção de diretores não executivos no conselho de administração.
Tamanho do Conselho	<i>BDSize</i>	Número total de diretores no conselho.
Setor de Atividade	<i>Industry</i>	Variável dummy (=1 se a empresa pertence a uma indústria transformadora e 0 no caso contrário)

**Complex:** Empresas com ambiente operacional e informacional complexo são caracterizadas pelo processamento de informações dispendiosas (Lee & Yeo, 2016). Desta forma, subentende-se que o tom utilizado, nos relatórios anuais, para transmitir as mensagens sobre o risco empresarial, pode influenciar o valor das empresas com maior complexidade organizacional. A complexidade pode ser medida de diversas formas. No entanto, neste estudo, a abordagem utilizada é a dos autores Lee e Yeo, (2016), que usaram uma análise fatorial de três medidas: (1) número de segmentos de negócios; (2) tamanho da empresa; e (3) proporção de ativos intangíveis no total de ativos.

**Extfin:** Empresas com atividades de risco e que possuem níveis altos de financiamento tendem a divulgar uma quantidade maior de informações, garantindo aos seus investidores satisfação e clareza nas suas decisões (Elshandidy, Neri, et al., 2018; Elshandidy, Fraser & Hussainey, 2013). Deste modo, percebe-se que a divulgação de risco tem um papel fundamental na redução da assimetria da informação, podendo proporcionar à empresa investimentos mais rentáveis e custos mais baixos de

financiamento externo. Portanto, o tom utilizado nas divulgações de risco pode estar associado ao valor da empresa que possui altos financiamentos externos. Para tanto, define-se financiamento externo como gastos de capital menos fluxo de caixa das operações divididos por gastos de capital (Lee & Yeo, 2016).

**Size:** Considera-se esta variável (valor contabilístico dos ativos) para controlar o tamanho da empresa (Lee & Yeo, 2016). Normalmente, as empresas maiores possuem uma ampla visibilidade pública perante a comunidade de partes interessadas. Isso significa que é possível que as grandes empresas se utilizem dos meios de divulgação de risco para gerir a sua reputação (Oliveira et al., 2011) e, conseqüentemente, manter e atrair novos investidores. Beretta e Bozzolan, (2004) e Linsley e Shrives, (2006) encontram uma relação positiva entre a quantidade das divulgações de risco e o tamanho da empresa. Com isso, presume-se que as empresas devem divulgar uma quantidade maior de informações sobre o risco com o intuito de criar valor empresarial.

**RoA:** A variável ROA (retorno sobre ativos) é de extrema importância nos estudos sobre gerenciamento de riscos corporativos. Florio e Leoni, (2017) utilizam a ROA como proxy de desempenho financeiro e o Q de Tobin para o desempenho de mercado. Lechner e Gatzert, (2018) isolam o relacionamento entre o gerenciamento de riscos e o Q de Tobin, controlando a variável ROA que é incluída para examinar a lucratividade das empresas. Sendo assim, agregamos a variável de controle ROA como indicador de rentabilidade, pois, em síntese, as empresas com divulgações mais fortes apresentam um melhor desempenho financeiro (Lee & Yeo, 2016).

**Leverage:** O endividamento é um fator econômico que afeta a divulgação relacionada ao risco. As empresas com altos níveis de dívidas tendem a ser alavancadas (Oliveira, Rodrigues & Craig, 2011) e a repercussão dessas informações transmitidas pela mídia, em um tom negativo, podem prejudicar a reputação da empresa e aumentar as dificuldades na obtenção de empréstimos (Luo, Guo, Zhong & Wang, 2019). Por motivos como esses, o tom utilizado nos relatórios de gestão de risco está se tornando uma tarefa essencial no meio empresarial, possibilitando aos gestores estabelecerem relações mais estáveis com seus credores e investidores.

**Pnexec:** Proporção de diretores externos (diretores não executivos) no conselho. Diretores externos são diretores que possuem um grau de independência maior em

relação aos diretores internos. Eles atribuem à empresa um indicador-chave de qualidade da governança corporativa (Abraham & Cox, 2007) e são importantes na redução da assimetria da informação (Oliveira et al., 2011), diminuindo assim o oportunismo dos gestores e criando valor empresarial.

**BDSIZE:** número de diretores do conselho (Lee & Yeo, 2016). As empresas que possuem um número maior de diretores externos, encontram-se em uma posição mais forte em relação aos anseios dos acionistas, tanto em termos de responsabilidade quanto em termos de transparência (Abraham & Cox, 2007). Por isso, torna-se essencial a inclusão do tamanho do conselho como variável de controlo nesse estudo.

**Industry:** A variável indústria é de extrema relevância tanto para os estudos de IM (Roman et al., 2019) quanto para as pesquisas relacionadas à divulgação de risco (Abraham & Cox, 2007). O setor de atividade pode ser um dos fatores determinantes na escolha das divulgações dos gestores, em virtude de se considerar que muitas empresas atuam em grupos industriais ambientalmente sensíveis, estando sujeitas a uma maior pressão de seus *stakeholders* (Roman et al., 2019). Deste modo, os gestores são incentivados a relatar suas informações de forma estrategicamente mais favorável, atraindo investidores e criando valor empresarial.

#### 4 Resultados e Discussão

As estatísticas descritivas das variáveis em estudo estão apresentadas na Tabela 3. Sobre a variável *TobinQ*, nota-se que existe uma diferença considerável entre o valor mínimo (96,47) e o valor máximo (1.720,08) observado. Além disso, existe um alto grau de dispersão em torno da sua média (281,85), que evidencia que as desigualdades dentro dessa métrica não estão apenas nas caudas da sua distribuição de probabilidade estatística. Já com relação à variável *Size*, percebe-se que o total de ativos entre as empresas da amostra é mais harmônico. Os seus valores observados, mínimo e máximo, são mais próximos da sua média e o seu desvio padrão não é elevado. Sobre as variáveis *Roa* e *Leverage*, pode-se dizer que os valores encontrados estão de acordo com os esperados. Os seus valores médios são de 0,05 e de 35,06, respectivamente. É normal que algumas empresas possuam dívidas mais elevadas do que outras, uma vez que as empresas analisadas possuem comportamentos diferentes. Por isso, não é de se surpreender com a existência de uma divergência aparente nos valores, mínimo e

máximo, observados dessa variável. Além disso, Luo et al., (2019) também atribuem uma explicação para essa divergência. Eles constatam que a inconsistência ao nível do endividamento, os canais e os métodos de financiamento influenciam os custos de alavancagem das empresas. Também é normal que os retornos sobre o total de ativos entre as empresas variem consideravelmente, uma vez que cada empresa possui um grau específico de risco.

**Tabela 3. Estatísticas descritivas**

<b>Variáveis Contínuas</b>	<b>N</b>	<b>Mínimo</b>	<b>Máximo</b>	<b>Média</b>	<b>Desvio Padrão</b>
TobinQ	34	96,47	1.720,08	650,58	281,85
Size	34	9,63	17,52	13,50	1,82
Roa	34	-0,16	0,54	0,05	0,11
Leverage	34	0,00	71,88	35,06	17,41
Pnexec	34	0,00	100,00	60,37	22,43
BDSIZE	34	3,00	29,00	10,06	5,96
<i>Tom:</i>					
Activity	34	44,65	47,68	47,19	0,59
Optimism	34	46,09	49,28	48,50	0,63
Certainty	34	49,07	61,15	55,05	2,94
Realism	34	29,12	41,36	30,53	2,02
Commonality	34	48,95	53,52	49,64	0,78
<b>Variáveis Categóricas</b>	<b>N</b>	<b>%</b>			
<i>Complex</i>					
Sim	17	50%			
Não	17	50%			
<i>Extfin</i>					
Sim	15	44%			
Não	19	56%			
<i>Industry</i>					
Sim	28	82%			
Não	06	18%			

Nota: TobinQ é a razão entre o valor de mercado de um ativo físico e o seu valor de reposição; Size é o logaritmo do total de ativos; Roa é o retorno sobre o total de ativos; Leverage é a razão entre a dívida de longo prazo e o valor contábil do total de ativos; Pnexec é o percentual de diretores não executivos sobre o total de diretores do conselho administrativo; BDSIZE é o número total de diretores do conselho administrativo; Activity, Optimism, Certainty, Realism, Commonality são as cinco principais variáveis, fornecidas pelo Dicion, que refletem um entendimento mais robusto do tom das narrativas; Complex é uma variável binária que recebe o valor de 1 se a pontuação do fator comum para a complexidade organizacional for maior do que o valor mediano da amostra e de 0 se não for; Extfin é uma variável binária que recebe o valor de 1 se o índice de necessidades de financiamento externo for maior do que o valor mediano da amostra e de 0 se não for; e Industry é uma variável binária que assume 1 se a empresa pertencer à indústria transformadora e 0 no caso contrário.

Com relação às variáveis *Pnexec* e *Board Size*, nota-se que a média de diretores nos conselhos é de 10,06, enquanto o número mínimo e máximo de diretores observados é de 03 e 29, respectivamente. Além disso, em média, 60,37% são diretores não executivos, o que representa uma posição mais forte da empresa em relação aos anseios dos acionistas, tanto em termos de responsabilidade quanto em termos de transparência (Abraham & Cox, 2007). Pelo lado das variáveis que refletem o entendimento do tom das narrativas, percebe-se que os scores *Activity*, *Optimism* e *Commonality* possuem valores mais equilibrados. Os seus valores mínimos e máximos são próximos dos seus valores médios. Já os scores *Certainty* e *Realism* apresentam uma maior oscilação entre as amostras utilizadas, apontando que existem divergências entre os relatórios analisados de cada empresa. Por fim, a análise das variáveis categóricas evidência que: (a) 50% das empresas possuem um fator comum para a complexidade organizacional maior do que o valor mediano da amostra; (b) 56% das empresas possuem um índice de necessidades de financiamento externo menor do que o valor mediano da amostra; e (c) 82% das empresas possuem uma classificação setorial geral no ramo da indústria transformadora.

Os resultados sugerem que metade das empresas da amostra vivenciam ambientes de complexidade organizacional. Neste estudo a complexidade é medida pelo número de segmentos de negócio, uma vez que os recursos empregados podem estar alocados de forma ineficiente, pelos ativos intangíveis que, por sua vez, possuem uma assimetria de informação maior em relação aos ativos tangíveis e, por fim, pelo tamanho da empresa, que acaba por exigir níveis mais altos de habilidades do gestor. Percebe-se com isso que uma parte das empresas possuem custos de processamento de informações mais dispendiosos. Isso significa que elas devem divulgar mais informações em seus relatórios com a finalidade de reduzir a assimetria da informação e, conseqüentemente, aumentar a avaliação do mercado (Lee & Yeo, 2016). Em termos de financiamento externo, os resultados apontam que 56% das empresas da amostra não possuem financiamento externo, passando a ser financiada internamente. Isso ocorre, na maioria das vezes, porque os custos dos financiamentos externos são mais caros. Verrecchia, (1983) afirma que um dos motivos para a redução desse custo é a redução da assimetria da informação por meio de mais divulgações. Isso corrobora para que a empresa consiga, além de atrair novos projetos, aumentar o seu valor de mercado.

**Tabela 4. Teste de diferenças de médias do tom nos diferentes tipos de relatórios**

Descrição	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
<i>Governo das Sociedades:</i>					
Activity	34	47,08	49,40	47,58	0,43
Optimism	34	40,46	49,31	48,22	1,58
Certainty	34	44,44	66,49	55,65	5,79
Realism	34	26,78	42,92	29,78	2,54
Commonality	34	48,71	58,19	49,61	1,54
<i>Notas:</i>					
Activity	34	42,30	47,57	46,77	1,25
Optimism	34	47,48	50,97	48,81	0,61
Certainty	34	39,57	62,46	54,58	4,76
Realism	34	27,48	39,08	31,28	1,72
Commonality	34	48,67	51,78	49,70	0,65
<i>Relatório de Gestão:</i>					
Activity	19	44,06	47,97	47,16	0,89
Optimism	19	45,56	49,72	48,48	0,99
Certainty	19	47,42	63,76	54,23	4,48
Realism	19	29,53	42,07	30,96	2,76
Commonality	19	49,01	52,52	49,66	0,86
<b>Teste Kruskal-Wallis:</b>		<b>Estatística de teste - Qui-Quadrado</b>			
Activity				15,018 ***	
Optimism				3,330	
Certainty				1,353	
Realism				35,355 ***	
Commonality				4,941	

Nota: Diferenças estatisticamente significativas a nível de \*\*\*0,01.

Dando continuidade às estatísticas iniciais da amostra, o teste de diferenças de médias do tom nos três diferentes tipos de relatórios estudados é aplicado e o seu resultado está apresentado na Tabela 4. Nota-se que para as variáveis *Optimism*, *Certainty* e *Commonality* não existem diferenças estatisticamente significativas para as suas médias, ou seja, não há nenhuma evidência de dominância estocástica entre os seus valores médios. Já para as variáveis *Activity* e *Realism*, percebe-se que os seus valores médios são estatisticamente diferentes entre os três tipos de relatórios a um nível de significância de 1%. Por fim, para finalizar essa análise estatística introdutória, a matriz de correlações é calculada e exposta na Tabela 5. Nessa parte, alguns pontos merecem destaque, a saber: (a) a variável Q de Tobin apresenta correlação positiva e significativa com as variáveis Roa e Leverage; (b) a variável Activity possui uma correlação positiva

com a variável *Optimism* e negativa com a variável *Setor de atividade*; (c) uma correlação positiva e expressiva é vista entre as variáveis *Realism* e *Commonality*; (d) a variável *Size* apresenta uma correlação positiva com as seguintes variáveis: *Pnexec*, *Board Size*, *Complex* e *Extfin*; (e) existe uma correlação positiva entre as variáveis *Pnexec* e *Board Size*; e, por fim, (f) uma correlação positiva é vista entre as variáveis *Complex* e *Extfin*.

Após o diagnóstico da matriz de correlação, inicia-se uma análise empírica mais profunda sobre as variáveis em estudo. Para tal, utilizaram-se regressões múltiplas de mínimos quadrados ordinários (OLS) para testar os efeitos do tom do discurso no valor da empresa. Para toda a amostra, os dados são calculados e apresentados na Tabela 6. Percebe-se que poucas variáveis são estatisticamente significativas individualmente, mas as regressões estimadas são válidas, conforme mostram as suas estatísticas F calculadas. Além disso, todos os modelos estatísticos lineares estimados mostram um grau de ajuste confortável, maior do que 70%, por meio dos seus coeficientes de determinação. Portanto, a análise das cinco regressões lineares estimadas pode ser realizada de forma confiável. Como resultado da análise, nota-se que a variável *Leverage* possui um impacto positivo e significativo sobre o Q de *Tobin* das empresas analisadas. Isso mostra que um aumento na razão entre a dívida de longo prazo e o valor contabilístico do total de ativos de uma empresa provoca um aumento na razão entre o seu valor de mercado e o seu custo de reposição. Esse resultado sugere que as empresas, independente do seu nível de risco, tendem a aumentar o seu valor de mercado por meio do endividamento (Oliveira et al., 2011), potencializando os benefícios econômicos e financeiros dos capitais próprios e dos acionistas. Já McShane et al., (2011) constata uma relação negativa significativa entre a alavancagem e o Q de *Tobin*. Essa constatação possui uma relação inversa com os achados deste estudo, uma vez que eles demonstram que quanto maior os níveis de endividamento menor será o valor de mercado da empresa. Em contraste com esses resultados, Lechner e Gatzert, (2018) e Florio e Leoni, (2017), com suas pesquisas concentradas nos países Alemanha e Itália, respectivamente, não encontraram significância entre a variável *Leverage* e o Q de *Tobin*.

**Tabela 5. Matriz de Correlações**

Descrição	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
<i>Correlação de Pearson (variáveis contínuas)</i>														
(1) TobinQ	1,00													
<i>Tom:</i>														
(2) Activity	-0,13	1,00												
(3) Optimism	-0,04	0,59**	1,00											
(4) Certainty	-0,08	-0,06	0,23	1,00										
(5) Realism	-0,05	0,13	0,03	-0,31	1,00									
(6) Commonality	-0,15	0,16	0,07	-0,12	0,84**	1,00								
(7) Size	-0,24	-0,19	-0,10	0,26	0,21	0,32	1,00							
(8) Roa	0,40*	-0,06	-0,17	-0,12	-0,11	-0,14	-0,23	1,00						
(9) Leverage	0,80**	0,08	-0,04	-0,14	-0,12	-0,19	-0,08	0,25	1,00					
(10) Pnexec	-0,07	-0,16	-0,14	0,13	0,01	0,20	0,43*	0,19	-0,10	1,00				
(11) BDSIZE	-0,15	0,02	-0,05	0,06	0,16	0,24	0,36*	0,02	-0,23	0,43*	1,00			
<i>Correlação de Spearman (variáveis categóricas)</i>														
(12) Complex	-0,04	-0,12	-0,25	0,19	-0,02	-0,01	0,71**	0,11	-0,11	0,13	0,13	1,00		
(13) Extfin	0,02	-0,14	0,05	0,23	-0,01	0,18	0,59**	0,05	-0,02	0,03	-0,04	0,65**	1,00	
(14) Industry	0,24	-0,40*	0,08	-0,09	-0,06	-0,09	-0,34	0,12	0,19	-0,19	-0,28	-0,15	0,10	1,00

Nota: Correlação significativa a um nível de \*\*0,01; \*0,05 (bilateral).



Em relação às variáveis DICTION que refletem um entendimento sobre o tom das narrativas, a *Activity* é a única que se mostra estatisticamente significativa. A relação encontrada entre o Q de *Tobin* e a *Activity* é inversa, isto é, um aumento no *score* da variável *Activity* provoca uma diminuição na razão entre o valor de mercado e o custo de reposição de uma empresa. Os resultados desse estudo demonstram que quanto mais proeminente for a dimensão do tom *Activity* menor será o valor de mercado da empresa. Este resultado suporta a hipótese 1. Sugere-se com isso, que as empresas utilizam adjetivos para embelezar os seus relatórios. Essas palavras que enfeitam os comunicados podem estar expressas no excesso de autoconfiança, em uma liderança forçada ou, até mesmo, por meio de escolhas linguísticas que transmitam bons desempenhos, quando na realidade a empresa vivencia outro cenário. Contudo, o tom das narrativas pode ser percebido pelos investidores como uma estratégia de manipulação, comprometendo a credibilidade dos relatórios e refletindo negativamente no valor de mercado. Esses achados estão alinhados com a pesquisa dos autores Sydserrf e Weetman, (2002). Eles constatam que as empresas que apresentam um desempenho mais fraco utilizam em seus relatórios tons mais enfáticos de *Activity*. Desta forma, fica explícito que as empresas com baixo desempenho tendem a apresentar relatórios mais desequilibrados em relação à *Activity*, desviando a atenção do investidor das medidas objetivas de desempenho (Clarkson, Yue, Richardson & Vasvari, 2008). Congruente com esses resultados, Thorpe, Craig, Hadikin e Batistic, (2017) também encontram evidências para o tom *Activity*. Os autores concluem que as universidades com baixo nível apresentam um tom de alta *Activity*, já as universidades de alto nível mostram um tom de baixa *Activity*. De fato, nossos resultados também apontam essa relação inversa entre a categoria de tom *Activity* e o valor de mercado, sinalizando que as empresas têm o poder de ludibriar as percepções das partes interessadas por meio de suas narrativas, tendo como consequência uma alteração negativa no valor empresarial. Em contraste com esses achados relacionados à *Activity*, Richard et al., (2019) encontram suporte em duas variáveis tonais relacionadas ao desempenho, sendo elas: *Activity* e *Optimism*. Para ambas as variáveis, os autores constatam que quanto maior for o uso de palavras que caracterizam *Activity* e *Optimism*, maior será o desempenho empresarial. Cabe ressaltar que nesse estudo, as medidas utilizadas para detectar o desempenho da empresa foram por meio de indicadores de rentabilidade, isto é, medidas de desempenho financeiro e não de desempenho de mercado, como é o caso da presente pesquisa. Os resultados deste estudo

mostram que os coeficientes de *Optimism*, *Certainty*, *Realism* e *Commonality* não são estatisticamente significantes. Portanto, não encontramos suporte para essas variáveis DICTION em relação ao Q de *Tobin* para as empresas analisadas. No entanto, as evidências encontradas suportam a hipótese de pesquisa em que o tom das narrativas de relato sobre o risco está associado ao valor da empresa.

**Tabela 6. Os efeitos do tom do discurso no valor da empresa (toda a amostra)**

Descrição	Variável dependente: valor da empresa				
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
Constante	5.718,75 **	-118,90	3,92	-131,78	-1.686,34
<i>Tom:</i>					
<i>Activity</i>	-108,10 ††				
<i>Optimism</i>		11,81			
<i>Certainty</i>			9,26		
<i>Realism</i>				18,02	
<i>Commonality</i>					43,01
Complex	31,05	54,44	56,02	55,24	64,35
Extfin	-22,99	-20,57	-22,55	-37,20	-41,42
Size	-38,28	-30,47	-35,03	-29,66	-31,13
Roa	328,62	401,88	401,02	399,57	409,88
Leverage	12,87 ***	12,21 ***	12,43 ***	12,22 ***	12,33 ***
Pnexec	-0,09	0,37	0,27	0,54	0,25
BDSIZE	6,39	4,84	5,24	4,08	4,24
Industry	22,05	86,35	81,30	121,45	118,59
Ajustamento do Modelo:					
R <sup>2</sup>	0,76	0,72	0,73	0,73	0,73
R <sup>2</sup> Ajustado	0,67	0,61	0,62	0,63	0,63
Estatística F	8,36 ***	6,83 ***	7,09 ***	7,30 ***	7,17 ***
Durbin-Watson	2,07	2,38	2,23	2,39	2,31
VIF	<3,9	<3,8	<3,9	<3,8	<3,8

Nota: Estatisticamente significativo a um nível de \*\*\*0,01; \*\*0,05; \*0,1 (bilateral); Estatisticamente significativo a um nível de †††0,01; ††0,05; †0,1 (unilateral).

Por fim, para verificar a robustez dos resultados encontrados, a amostra de dados é dividida de acordo com o tipo de relatório empresarial divulgado e as regressões são estimadas novamente. A Tabela 7 apresenta os efeitos do tom do discurso de cada tipo de relatório sobre o valor da empresa.

**Tabela 7. Os efeitos do tom do discurso no valor da empresa, por tipo de relatório**

Descrição	Variável dependente: valor da empresa				
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
<i>Painél A: Governo das Sociedades</i>					
Constante	936,99	264,63	126,78	-59,65	-513,13
<i>Tom:</i>					
<i>Activity</i>	-10,13				
<i>Optimism</i>		3,67			
<i>Certainty</i>			5,53		
<i>Realism</i>				16,94	
<i>Commonality</i>					19,50
Complex	44,29	49,17	55,04	67,53	58,46
Extfin	-15,36	-19,53	-27,26	-47,05	-37,87
Size	-29,60	-29,30	-31,40	-33,52	-31,73
Roa	391,32	399,68	397,26	345,95	391,82
Leverage	12,15 ***	12,19 ***	12,75 ***	12,30 ***	12,33 ***
Pnexec	0,29	0,32	0,59	0,84	0,31
BDSIZE	4,88	4,95	4,37	4,29	4,67
Industry	82,22	88,56	94,38	125,73	115,22
<i>Ajustamento do Modelo:</i>					
R <sup>2</sup>	0,72	0,72	0,73	0,74	0,73
R <sup>2</sup> Ajustado	0,61	0,61	0,63	0,64	0,62
Estatística F	6,81 ***	6,82 ***	7,19 ***	7,47 ***	7,10 ***
Durbin-Watson	2,34	2,37	2,32	2,40	2,39
VIF	<3,8	<3,8	<3,8	<3,8	<3,8

**Tabela 7. Os efeitos do tom do discurso no valor da empresa, por tipo de relatório (continuação)**

Descrição	Variável dependente: valor da empresa				
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
<i>Painél B: Notas</i>					
Constante	2.815,63 ***	-552,32	406,38	204,51	-1.018,73
<i>Tom:</i>					
<i>Activity</i>	-48,72 †††				
<i>Optimism</i>		20,42			
<i>Certainty</i>			1,03		
<i>Realism</i>				7,26	
<i>Commonality</i>					29,25
<i>Complex</i>	37,44	58,28	46,33	46,42	53,37
<i>Extfin</i>	-43,52	-23,11	-16,79	-23,51	-22,01
<i>Size</i>	-34,32	-30,61	-30,16	-28,34	-29,21
<i>Roa</i>	352,20	402,91	399,51	416,32	417,74
<i>Leverage</i>	12,93 ***	12,18 ***	12,09 ***	12,12 ***	12,18 ***
<i>Pnexec</i>	-0,10	0,37	0,25	0,32	0,19
<i>BDSIZE</i>	6,87	4,66	5,09	4,42	5,33
<i>Industry</i>	52,88	102,66	84,87	97,15	97,95
<i>Ajustamento do Modelo:</i>					
R <sup>2</sup>	0,75	0,72	0,72	0,72	0,72
R <sup>2</sup> Ajustado	0,66	0,61	0,61	0,62	0,62
Estatística F	8,20 ***	6,85 ***	6,81 ***	6,86 ***	6,95 ***
Durbin-Watson	2,09	2,40	2,32	2,35	2,22
VIF	<3,8	<3,8	<3,8	<3,8	<3,8

**Tabela 7. Os efeitos do tom do discurso no valor da empresa, por tipo de relatório (continuação)**

Descrição	Variável dependente: valor da empresa				
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
<i>Painel C: Relatório de Gestão</i>					
Constante	-110,92	2.257,65	-77,74	-486,11	-1.076,66
<i>Tom:</i>					
<i>Activity</i>	-1,79				
<i>Optimism</i>		-56,70			
<i>Certainty</i>			-4,45		
<i>Realism</i>				11,85	
<i>Commonality</i>					18,15
Complex	35,05	-10,68	19,97	42,10	43,50
Extfin	-78,98	-84,98	-86,00	-78,35	-83,80
Size	23,34	45,20	34,23	13,71	21,36
Roa	-1.321,84	-1.336,92*	-1.330,40*	-1.159,58	-1.311,97*
Leverage	10,11***	9,09***	9,76***	10,42***	10,15***
Pnexec	-0,03	-0,71	-0,25	0,42	0,14
BDSIZE	4,50	4,99	4,85	3,86	3,33
Industry	207,87	327,09**	218,10*	230,25**	215,40*
<i>Ajustamento do Modelo:</i>					
R <sup>2</sup>	0,90	0,93	0,91	0,91	0,91
R <sup>2</sup> Ajustado	0,81	0,85	0,82	0,83	0,81
Estatística F	9,35***	12,34***	9,84***	10,56***	9,60***
Durbin-Watson	2,02	2,04	2,01	1,98	2,04
VIF	<7,8	<7,8	<7,9	<7,5	<7,17

Nota: Estatisticamente significativo a um nível de \*\*\*0,01; \*\*0,05; \*0,1 (bilateral). Estatisticamente significativo a um nível de †††0,01; ††0,05; †0,1 (unilateral).

Percebe-se, também, que poucas variáveis são estatisticamente significativas individualmente, mas as regressões estimadas também são válidas, conforme mostram as suas estatísticas F calculadas. Os coeficientes de determinação também mostram graus de ajustes satisfatórios, acima de 70%. Portanto, assim como para toda a amostra, a análise das regressões estimadas, utilizando uma amostra de dados filtrada por tipo de relatório, pode ser realizada de maneira confiável.

Os resultados encontrados são de certa forma parecidos com os anteriores, sugerindo que possa existir uma repetição de informações sobre o risco nos diversos relatórios. A variável *Leverage* apresenta um impacto positivo e significativo sobre o Q de *Tobin* das empresas analisadas para os três tipos de relatórios. Já a variável *Activity* mostra-se estatisticamente

significativa somente nos relatórios referente às Notas das empresas e continua possuindo uma relação negativa com o Q de *Tobin*. Nos relatórios referentes ao Governo das Sociedades e nos referentes aos Relatórios de Gestão, não se pode dizer que a variável *Activity* possui uma relação estatística válida com a razão entre o valor de mercado e o custo de reposição das empresas. Para finalizar, cabe ressaltar que a variável *Roa* se mostra estatisticamente significativa a um nível de 10% de significância para três das cinco regressões lineares estimadas para a amostra referente aos Relatórios de Gestão. A relação encontrada entre o Q de *Tobin* e o *Roa* é negativa, isto é, um aumento no retorno sobre o total de ativos provoca uma redução no valor de mercado e o custo de reposição da empresa. Entretanto, acredita-se que este resultado, em relação a variável *Roa*, seja trivial, uma vez que a sua significância estatística não é tão robusta como se espera que seja.

## 5 Conclusão

A complexidade dos riscos e as exigências normativas contribuíram para o avanço das informações contidas nos relatórios de gestão. Essas informações passaram a apresentar um padrão internacional e de acesso a todo o tipo de público. Com isso, os gestores foram obrigados a aprimorar os seus comunicados, levando a uma informação mais transparente e objetiva aos *stakeholders*, contribuindo, assim, para o processo de tomada de decisão. Devido à importância dos relatórios de gestão no mundo empresarial, essa pesquisa tem como objetivo analisar o tom das narrativas na criação de valor das empresas portuguesas cotadas, em virtude de considerar-se a existência de conteúdo informativo no sentimento dos gestores ao transmitir a mensagem aos *stakeholders*. Para tanto, o estudo estimou a relação entre o tom e o valor de mercado, empregando o Q de *Tobin* como *proxy* de desempenho de mercado. Os resultados mostram uma relação negativa significativa entre a variável de tonalidade *Activity* e a variável Q de *Tobin*, suportando a hipótese do estudo de que o tom está associado ao valor da empresa. Essa evidência constatada apresenta uma relação inversa das variáveis. Os resultados desse estudo demonstram que quanto mais enfático for o tom *Activity* menor será o valor de mercado da empresa (Sydserff & Weetman, 2002). Assim, percebe-se que analisar o tom do discurso é fundamental para que os gestores consigam otimizar os seus ganhos económicos e de mercado, trabalhando a sua imagem e a sua reputação por meio das suas narrativas. Isso significa que é possível averiguar, pelo uso das palavras, as melhores formas de relatar os riscos empresarias às

partes interessadas, ofuscando as más notícias e enfatizando as boas novas, com foco na criação de valor empresarial. Entretanto, os gestores devem considerar que haja um equilíbrio entre os benefícios e os custos dessa divulgação, para que a concorrência não perceba as suas fraquezas ou oportunidades e os investidores as suas estratégias de manipulação retórica. Diante disso, evidenciamos que quanto mais embelezados estiverem os relatos de risco das empresas portuguesas cotadas, menor será o valor de mercado e o custo de reposição dos ativos. Além disso, evidenciamos que existe uma relação entre o nível de endividamento das empresas e o Q de *Tobin*. Essa constatação está alinhada aos pressupostos da teoria da agência de Jensen e Meckling, (1976), que retratam que uma alavancagem mais alta está relacionada a uma eficiência aprimorada. Condizente a esse argumento, Margaritis e Psillaki, (2010) explicam que níveis mais altos de endividamento reduzem os custos de capital da agência, incentivando os gestores a agirem no interesse dos acionistas. Em razão disso, os gestores das empresas com dívidas são incentivados a relatar mais informações sobre o risco do negócio, minimizando a lacuna informacional entre a empresa e o investidor e, conseqüentemente, aumentando o valor de mercado. Diante do exposto, constatamos três grandes teorias que norteiam essa pesquisa, sendo elas: a teoria do IM, a teoria dos custos proprietários e, por fim a teoria da agência. Até onde se sabe, este estudo é o primeiro a abordar as conseqüências económicas do tom otimizado na informação sobre o risco, contribuindo consideravelmente com as investigações académicas sobre Portugal. Os resultados do estudo corroboram tanto para auxiliar os órgãos de fiscalização e controlo na detecção de possíveis estratégias de manipulação dos relatórios, quanto para auxiliar os gestores na elaboração dos relatórios e criação de valor.

Finalmente, reconhecemos algumas limitações em nosso estudo. A primeira delas é em relação à amostra da pesquisa que se limitou a um único país, impossibilitando a generalização dos resultados. A segunda é em relação à recolha de dados sobre o risco, que poderia ter sido realizada em outras fontes como, por exemplo, *press realeses* e, por último, o período, que está limitado a um ano. Conseqüentemente, pesquisas futuras poderão analisar o tom das narrativas sobre o risco em países diferentes, sob diversos tipos de divulgação comparados a ano anteriores. Assim, além de uma possível comparabilidade das dimensões do tom entre os países, será possível analisar os seus impactos na criação de valor empresarial no longo do tempo.

## Referências

- About, A., & Roberts, C. (2018). Managers' segment disclosure choices under IFRS 8: EU evidence. *Accounting Forum*, 42(4), 293–308. <https://doi.org/10.1016/j.accfor.2018.09.004>
- 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. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2007.06.002>
- Abraham, S., & Shrivess, P. J. (2014). Improving the relevance of risk factor disclosure in corporate annual reports. *The British Accounting Review*, 46(1), 91–107. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2013.10.002>
- Akerlof, G. A. (1970). The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500. <https://doi.org/10.2307/1879431>
- Alonso, M., John, J. M., & Martin, Q. (2019). A longitudinal study of the textual characteristics in the chairman's statements of Guinness: An impression management perspective. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 32(6), 1714–1741. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-01-2018-3308>
- Alshirah, M. H., Rahman, A. A., & Mustapa, I. R. (2019). The role of foreign directors in corporate risk disclosure: Empirical evidence from Jordan. *International Journal of Financial Research*, 10(4), 119–127. <https://doi.org/10.5430/ijfr.v10n4p119>
- Anderson, R. J., & Frigo, M. L. (2020). *Creating and Protecting Value: Understanding and Implementing Enterprise Risk Management*. Retrieved from <https://www.coso.org/>
- Arena, C., Bozzolan, S., & Michelon, G. (2015). Environmental Reporting: Transparency to Stakeholders or Stakeholder Manipulation? An Analysis of Disclosure Tone and the Role of the Board of Directors. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 22(6), 346–361. <https://doi.org/10.1002/csr.1350>
- Azlan, A. (2009). Risk reporting: An exploratory study on risk management disclosure in Malaysian annual reports. *Managerial Auditing Journal*, 24(1), 39–57. <https://doi.org/10.1108/02686900910919893>
- Bansal, P., & Kistruck, G. (2006). Seeing Is (Not) Believing: Managing the Impressions of the Firm's Commitment to the Natural Environment. *Journal of Business Ethics*, 67(2), 165–180. <https://doi.org/10.1007/s10551-006-9021-9>
- Beretta, S., & Bozzolan, S. (2004). A framework for the analysis of firm risk communication. *The International Journal of Accounting*, 39(3), 265–288. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2004.06.006>
- Bian, R., Sun, F., Lin, Z., Gao, Q., Yuan, X., & Xie, A. (2020). The moderating role of interviewer's regulatory focus in the effectiveness of impression management tactics:



- Regulatory fit as a source of subjective value. *British Journal of Psychology*, 111(2), 369–394. <https://doi.org/10.1111/bjop.12403>
- Boiral, O., Brotherton, M.-C., & Talbot, D. (2020). Building trust in the fabric of sustainability ratings: An impression management perspective. *Journal of Cleaner Production*, 260, 120942. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2020.120942>
- Boiral, O., Talbot, D., & Brotherton, M.-C. (2020). Measuring sustainability risks: A rational myth? *Business Strategy and the Environment*, n/a(n/a). <https://doi.org/10.1002/bse.2520>
- Bonsall, S. B., Leone, A. J., Miller, B. P., & Rennekamp, K. (2017). A plain English measure of financial reporting readability. *Journal of Accounting and Economics*, 63(2), 329–357. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2017.03.002>
- Boudt, K., & Thewissen, J. (2019). Jockeying for Position in CEO Letters: Impression Management and Sentiment Analytics. *Financial Management*, 48(1), 77–115. <https://doi.org/10.1111/fima.12219>
- Bushee, B. J., Gow, I. D., & Taylor, D. J. (2018). Linguistic Complexity in Firm Disclosures: Obfuscation or Information? *Journal of Accounting Research*, 56(1), 85–121. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12179>
- Cahan, S. F., De Villiers, C., Jeter, D. C., Naiker, V., & Van Staden, C. J. (2016). Are CSR Disclosures Value Relevant? Cross-Country Evidence. *European Accounting Review*, 25(3), 579–611. <https://doi.org/10.1080/09638180.2015.1064009>
- Callahan, C., & Soileau, J. (2017). Does Enterprise risk management enhance operating performance? *Advances in Accounting*, 37, 122–139. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2017.01.001>
- Campbell, J. L., Chen, H., Dhaliwal, D. S., Lu, H., & Steele, L. B. (2014). The information content of mandatory risk factor disclosures in corporate filings. *Review of Accounting Studies*, 19(1), 396–455. <https://doi.org/10.1007/s11142-013-9258-3>
- Chakrabarty, B., Seetharaman, A., Swanson, Z., & Wang, X. (Frank). (2018). Management Risk Incentives and the Readability of Corporate Disclosures. *Financial Management*, 47(3), 583–616. <https://doi.org/10.1111/fima.12202>
- Cho, C. H., Roberts, R. W., & Patten, D. M. (2010). The language of US corporate environmental disclosure. *Accounting, Organizations and Society*, 35(4), 431–443. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2009.10.002>
- Christopher, D. (2020). Disclosure readability of firms investigated for books-and-records infractions: An impression management perspective. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 18(1), 131–145. <https://doi.org/10.1108/JFRA-10-2018-0094>
- Clarkson, P. M., Ponn, J., Richardson, G. D., Rudzicz, F., Tsang, A., & Wang, J. (2020). A Textual Analysis of US Corporate Social Responsibility Reports. *Abacus*, 56(1), 3–34. <https://doi.org/10.1111/abac.12182>

- Clarkson, P. M., Yue, L., Richardson, G. D., & Vasvari, F. P. (2008). Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure: An empirical analysis. *Accounting, Organizations and Society*, 33(4–5), 303–327. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2007.05.003>
- Cohen, J., Krishnamoorthy, G., & Wright, A. (2017). Enterprise Risk Management and the Financial Reporting Process: The Experiences of Audit Committee Members, CFOs, and External Auditors. *Contemporary Accounting Research*, 34(2), 1178–1209. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12294>
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling Theory: A Review and Assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39–67. <https://doi.org/10.1177/0149206310388419>
- Cormier, R., & Lonsdale, J. (2020). Risk assessment for deep sea mining: An overview of risk. *Marine Policy*, 114, 103485. <https://doi.org/10.1016/j.marpol.2019.02.056>
- COSO. (2017). Enterprise Risk Management Integrating with Strategy and Performance. Retrieved from [www.erm.com.org](http://www.erm.com.org).
- COSO, & WBCSD. (2018). *Enterprise Risk Management Applying enterprise risk management to environmental, social and governance-related risks*. Retrieved from <https://www.coso.org/>
- Craig, R., & Amernic, J. (2018). Are there Language Markers of Hubris in CEO Letters to Shareholders? *Journal of Business Ethics*, 149(4), 973–986. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3100-3>
- Damel, P., Le Thi, H. A., & Peltre, N. (2016). The challenge in managing new financial risks: adopting an heuristic or theoretical approach. *Annals of Operations Research*, 247(2), 581–598. <https://doi.org/10.1007/s10479-016-2231-3>
- Datt, R., Luo, L., Tang, Q., & Mallik, G. (2018). An International Study of Determinants of Voluntary Carbon Assurance. *Journal of International Accounting Research*, 17(3), 1–20. <https://doi.org/10.2308/jiar-52221>
- Davis, A. K., Piger, J. M., & Sedor, L. M. (2012). Beyond the Numbers: Measuring the Information Content of Earnings Press Release Language\*. *Contemporary Accounting Research*, 29(3), 845–868. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01130.x>
- DiMaggio, P. J., & Powell, W. W. (1983). The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields. *American Sociological Review*, 48(2), 147–160. <https://doi.org/10.2307/2095101>
- Dominique, D., & Olivier, B. (2017). The quality of sustainability reports and impression management: A stakeholder perspective. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 30(3), 643–667. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-04-2015-2044>
- Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The Stakeholder Theory of the Corporation:

Concepts, Evidence, and Implications. *Academy of Management Review*, 20(1), 65–91. <https://doi.org/10.5465/amr.1995.9503271992>

- Ekramy, S. M., & Howard, M. (2013). Competition, corporate governance, ownership structure and risk reporting. *Managerial Auditing Journal*, 28(9), 838–865. <https://doi.org/10.1108/MAJ-11-2012-0776>
- Elamer, A. A., Ntim, C. G., Abdou, H. A., Zalata, A. M., & Elmagrhi, M. (2019). The impact of multi-layer governance on bank risk disclosure in emerging markets: the case of Middle East and North Africa. *Accounting Forum*, 43(2), 246–281. <https://doi.org/10.1080/01559982.2019.1576577>
- Elshandidy, T., Fraser, I., & Hussainey, K. (2013). Aggregated, voluntary, and mandatory risk disclosure incentives: Evidence from UK FTSE all-share companies. *International Review of Financial Analysis*, 30, 320–333. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2013.07.010>
- Elshandidy, T., Fraser, I., & Hussainey, K. (2015). What drives mandatory and voluntary risk reporting variations across Germany, UK and US? *The British Accounting Review*, 47(4), 376–394. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2014.06.001>
- Elshandidy, T., Neri, L., & Guo, Y. (2018). Determinants and impacts of risk disclosure quality: evidence from China. *Journal of Applied Accounting Research*, 19(4), 518–536. <https://doi.org/10.1108/JAAR-07-2016-0066>
- Elshandidy, T., Shrivies, P. J., Bamber, M., & Abraham, S. (2018). Risk reporting: A review of the literature and implications for future research. *Journal of Accounting Literature*, 40, 54–82. <https://doi.org/10.1016/j.acclit.2017.12.001>
- FERMA. (2002). Norma de Gestão de Riscos. Retrieved April 14, 2020, from [www.ferma.eu](http://www.ferma.eu)
- FERMA. (2018). *FERMA European Risk Manager Report*. Retrieved from [www.ferma.eu](http://www.ferma.eu)
- Florio, C., & Leoni, G. (2017). Enterprise risk management and firm performance: The Italian case. *The British Accounting Review*, 49(1), 56–74. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2016.08.003>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: a stakeholder approach*. Boston: Pitman.
- Freeman, R. E. (1994). The Politics of Stakeholder Theory: Some Future Directions. *Business Ethics Quarterly*, 4(4), 409–421. <https://doi.org/10.2307/3857340>
- Fukukawa, H., & Kim, H. (2017). Effects of audit partners on clients' business risk disclosure. *Accounting and Business Research*, 47(7), 780–809. <https://doi.org/10.1080/00014788.2017.1299619>
- Galligan, M. E., Herrygers, S., & Rau, K. (2019). *Managing Cyber Risk in a Digital Age*. Retrieved from <https://www.coso.org/>

- Gatzert, N., & Heidinger, D. (2019). An empirical analysis of market reactions to the first solvency and financial condition reports in the European insurance industry. *Journal of Risk and Insurance*. <https://doi.org/10.1111/jori.12287>
- Goffman, E. (1959). *The Presentation of Self in Everyday Life* (1st ed.). New York: Anchor.
- Greenstone, A. F. (2018). Ethics and public integrity in space exploration. *Acta Astronautica*, 143, 322–326. <https://doi.org/10.1016/j.actaastro.2017.10.031>
- Hardy, K. (2015). *Enterprise Risk Management: A Guide for Government Professionals* (1st ed.). John Wiley & Sons.
- Hart, R. P. (1984). *Systematic analysis of political discourse: The development of DICTION*. (1, Ed.). Political communication yearbook.
- Hart, R. P., & Carroll, C. E. (2014). *Help Manual - Diction 7.0: The Text Analysis Program*. Digitext, Inc, Austin, TX.
- Hassan, M. K. (2014). Risk narrative disclosure strategies to enhance organizational legitimacy: Evidence from UAE financial institutions. *International Journal of Disclosure and Governance*, 11(1), 1–17. <https://doi.org/10.1057/jdgd.2012.11>
- Henry, E. (2008). Are Investors Influenced By How Earnings Press Releases Are Written? *The Journal of Business Communication* (1973), 45(4), 363–407. <https://doi.org/10.1177/0021943608319388>
- Hoyt, R. E., & Liebenberg, A. P. (2011). The Value of Enterprise Risk Management. *Journal of Risk and Insurance*, 78(4), 795–822. <https://doi.org/10.1111/j.1539-6975.2011.01413.x>
- Hummel, K., Mittelbach-Hörmanseder, S., Cho H., C., & Matten, D. (2017). Implicit versus explicit corporate social responsibility disclosure: a textual analysis. *SSRN Scholarly Paper ID 3090976*, Social Science Research Network. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3090976>
- Ibrahim, A. E. A., & Hussainey, K. (2019). Developing the narrative risk disclosure measurement. *International Review of Financial Analysis*, 64, 126–144. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2019.05.006>
- ISO. (2018). *ISO 31000, Risk management*. Retrieved from [www.iso.org](http://www.iso.org).
- 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. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jorion, P. (2010). Risk Management. *Annual Review of Financial Economics*, 2(1), 347–365. <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-073009-104045>
- Kabir, M. R., Sobhani, F. A., Omar, N., & Mohamad, N. (2019). Corporate governance

and risk disclosures: A comparative analysis between Bangladeshi and Malaysian Islamic Banks. *International Journal of Financial Research*, 10(5), 110–125. <https://doi.org/10.5430/ijfr.v10n5p110>

- Kamaruzaman, S. A., Ali, M. M., Ghani, E. K., & Gunardi, A. (2019). Ownership structure, corporate risk disclosure and firm value: A Malaysian perspective. *International Journal of Managerial and Financial Accounting*, 11(2), 113–131. <https://doi.org/10.1504/IJMFA.2019.099766>
- Kang, H., & Gray, S. J. (2019). Country-specific risks and geographic disclosure aggregation: Voluntary disclosure behaviour by British multinationals. *The British Accounting Review*, 51(3), 259–276. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2019.02.001>
- Kibler, E., Mandl, C., Farny, S., & Salmivaara, V. (2020). Post-failure impression management: A typology of entrepreneurs' public narratives after business closure. *Human Relations*, 0018726719899465. <https://doi.org/10.1177/0018726719899465>
- Krippendorff, K. (2013). *Content Analysis – An introduction to its methodology* (3rd ed.). Sage.
- Lechner, P., & Gatzert, N. (2018). Determinants and value of enterprise risk management: empirical evidence from Germany. *European Journal of Finance*, 24(10), 867–887. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2017.1347100>
- Lee, K.-W., & Yeo, G. H.-H. (2016). The association between integrated reporting and firm valuation. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 47(4), 1221–1250. <https://doi.org/10.1007/s11156-015-0536-y>
- Leopizzi, R., Iazzi, A., Venturelli, A., & Principale, S. (2019). Nonfinancial risk disclosure: The “state of the art” of Italian companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, csr.1810. <https://doi.org/10.1002/csr.1810>
- Lim, E. K., Chalmers, K., & Hanlon, D. (2018). The influence of business strategy on annual report readability. *Journal of Accounting and Public Policy*, 37(1), 65–81. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2018.01.003>
- 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. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2006.05.002>
- Liu, X. (2020). Impression management against early dismissal? CEO succession and corporate social responsibility. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(2), 999–1016. <https://doi.org/10.1002/csr.1861>
- Lobo, G. J., Siqueira, W. Z., Tam, K., & Zhou, J. (2019). Does SEC FRR No. 48 disclosure communicate risk management effectiveness? *Journal of Accounting and Public Policy*, 38(6), 106696. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2019.106696>
- Lombardi, R., Coluccia, D., Russo, G., & Solimene, S. (2016). Exploring Financial Risks

- from Corporate Disclosure: Evidence from Italian Listed Companies. *Journal of the Knowledge Economy*, 7(1), 309–327. <https://doi.org/10.1007/s13132-015-0329-5>
- Loughran, T., & McDonald, B. (2016). Textual Analysis in Accounting and Finance: A Survey. *Journal of Accounting Research*, 54(4), 1187–1230. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12123>
- Luo, W., Guo, X., Zhong, S., & Wang, J. (2019). Environmental information disclosure quality, media attention and debt financing costs: Evidence from Chinese heavy polluting listed companies. *Journal of Cleaner Production*, 231, 268–277. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2019.05.237>
- Maingot, M., Quon, T., & Zéghal, D. (2018). Risk management by US and Canadian financial firms during the financial crisis. *International Journal of Disclosure and Governance*, 15(4), 221–234. <https://doi.org/10.1057/s41310-018-0049-8>
- Manes-Rossi, F., Tiron-Tudor, A., Nicolò, G., & Zanellato, G. (2018). Ensuring More Sustainable Reporting in Europe Using Non-Financial Disclosure—De Facto and De Jure Evidence. *Sustainability*. <https://doi.org/10.3390/su10041162>
- Margaritis, D., & Psillaki, M. (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking & Finance*, 34(3), 621–632. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.08.023>
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91. <https://doi.org/10.2307/2975974>
- Martínez-Ferrero, J., Suárez-Fernández, O., & García-Sánchez, I.-M. (2019). Obfuscation versus enhancement as corporate social responsibility disclosure strategies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(2), 468–480. <https://doi.org/10.1002/csr.1697>
- McShane, M. K., Nair, A., & Rustambekov, E. (2011). Does Enterprise Risk Management Increase Firm Value? *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 26(4), 641–658. <https://doi.org/10.1177/0148558X11409160>
- Meidell, A., & Kaarbøe, K. (2017). How the enterprise risk management function influences decision-making in the organization – A field study of a large, global oil and gas company. *The British Accounting Review*, 49(1), 39–55. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2016.10.005>
- Melloni, G. (2015). Intellectual capital disclosure in integrated reporting: An impression management analysis. *Journal of Intellectual Capital*, 16(3), 661–680. <https://doi.org/10.1108/JIC-11-2014-0121>
- Melloni, Gaia, Caglio, A., & Perego, P. (2017). Saying more with less? Disclosure conciseness, completeness and balance in Integrated Reports. *Journal of Accounting and Public Policy*, 36(3), 220–238. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2017.03.001>
- Merkel-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.
- Merkel-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. <https://doi.org/10.1080/00014788.2011.574222>
- Merkel-Davies, D. M., & Brennan, N. M. (2017). A theoretical framework of external accounting communication: Research perspectives, traditions, and theories. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 30(2), 433–469. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-04-2015-2039>
- Merkel-Davies, D. M., Brennan, N. M., & McLeay, S. . (2011). Impression management and retrospective sense-making in corporate narratives: A social psychology perspective. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 24(3), 315–344. <https://doi.org/10.1108/0951357111124036>
- Meyer, J. W., & Rowan, B. (1977). Institutionalized Organizations: Formal Structure as Myth and Ceremony. *American Journal of Sociology*, 83(2), 340–363. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/2778293>
- Mittelbach-Hoermanseder, S., Hummel, K., & Rammerstorfer, M. (2020). The Information Content of Corporate Social Responsibility Disclosures in Europe: An Institutional Perspective. *European Accounting Review*, 64. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3365521>
- Mocker, M., & Ross, J. W. (2017). The problem with product proliferation. *Harvard Business Review*, 2017(May-June), 8. Retrieved from <https://www.scopus.com/inward/record.uri?eid=2-s2.0-85020455162&partnerID=40&md5=28dfeddb60b0daa73c82ac9cdc482596>
- Moradi, S., & Mokhtab Rafiei, F. (2019). A dynamic credit risk assessment model with data mining techniques: evidence from Iranian banks. *Financial Innovation*, 5(1), 15. <https://doi.org/10.1186/s40854-019-0121-9>
- Nagar, V., Schoenfeld, J., & Wellman, L. (2019). The effect of economic policy uncertainty on investor information asymmetry and management disclosures. *Journal of Accounting and Economics*, 67(1), 36–57. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2018.08.011>
- Niamh, M. B., 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. <https://doi.org/10.1108/09513570910966379>
- Ntim, C. G., Lindop, S., & Thomas, D. A. (2013). Corporate governance and risk reporting in South Africa: A study of corporate risk disclosures in the pre- and post-2007/2008 global financial crisis periods. *International Review of Financial Analysis*, 30, 363–383. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2013.07.001>

- Oliveira, J., Rodrigues, L. L., & Craig, R. (2011). Risk-related disclosures by non-finance companies: Portuguese practices and disclosure characteristics. *Managerial Auditing Journal*, 26(9), 817–839. <https://doi.org/10.1108/02686901111171466>
- Patelli, L., & Pedrini, M. (2015). Is Tone at the Top Associated with Financial Reporting Aggressiveness? *Journal of Business Ethics*, 126(1), 3–19. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1994-6>
- Pfaff, B. (2016). *Financial Risk Modelling and Portfolio Optimization With R* (Second Edi). United Kingdom: John Wiley & Sons, Ltd.
- Quigley, T. J., Hubbard, T. D., Ward, A., & Graffin, S. D. (2020). Unintended Consequences: Information Releases and CEO Stock Option Grants. *Academy of Management Journal*, 63(1), 155–180. <https://doi.org/10.5465/amj.2017.0455>
- Richard, F., J., van S. C., & Glenn, R. (2019). Watch that tone: An investigation of the use and stylistic consequences of tone in corporate accountability disclosures. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 33(1), 77–105. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-10-2016-2745>
- Roman, A.-G., Mocanu, M., & Hoinaru, R. (2019). Disclosure Style and Its Determinants in Integrated Reports. *Sustainability*. <https://doi.org/10.3390/su11071960>
- Rutherford, B. A. (2013). A genre-theoretic approach to financial reporting research. *The British Accounting Review*, 45(4), 297–310. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2013.06.006>
- Schiemann, F., & Sakhel, A. (2019). Carbon Disclosure, Contextual Factors, and Information Asymmetry: The Case of Physical Risk Reporting. *European Accounting Review*, 28(4), 791–818. <https://doi.org/10.1080/09638180.2018.1534600>
- Shad, M. K., Lai, F.-W., Fatt, C. L., Klemeš, J. J., & Bokhari, A. (2019). Integrating sustainability reporting into enterprise risk management and its relationship with business performance: A conceptual framework. *Journal of Cleaner Production*, 208, 415–425. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2018.10.120>
- Shocker, A. D., & Sethi, S. P. (1973). An Approach to Incorporating Societal Preferences in Developing Corporate Action Strategies. *California Management Review*, 15(4), 97–105. <https://doi.org/10.2307/41164466>
- Short, J. C., & Palmer, T. B. (2007). The Application of DICTION to Content Analysis Research in Strategic Management. *Organizational Research Methods*, 11(4), 727–752. <https://doi.org/10.1177/1094428107304534>
- Shrives, P. J., & Brennan, N. M. (2017). Explanations for corporate governance non-compliance: A rhetorical analysis. *Critical Perspectives on Accounting*, 49, 31–56. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2017.08.003>
- Song, Y., & Peng, Y. (2019). A MCDM-Based Evaluation Approach for Imbalanced Classification Methods in Financial Risk Prediction. *IEEE Access*, 7, 84897–84906. <https://doi.org/10.1109/ACCESS.2019.2924923>



- Spence, M. (1973). Job Market Signaling\*. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Spink, J., Moyer, D. C., & Speier-Pero, C. (2016). Introducing the Food Fraud Initial Screening model (FFIS). *Food Control*, 69, 306–314. <https://doi.org/10.1016/j.foodcont.2016.03.016>
- Srikant, C. D. (2019). Impression management strategies to gain regulatory approval. *Journal of Business Research*, 105, 136–153. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.08.006>
- Suchman, M. C. (1995). Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571–610. <https://doi.org/10.5465/amr.1995.9508080331>
- Supavich, P., G. Lehmborg, D., & Tangpong, C. (2020). Top management's communication in economic crisis and the firm's subsequent performance: sentiment analysis approach. *Corporate Communications: An International Journal*, 25(2), 187–205. <https://doi.org/10.1108/CCIJ-07-2019-0094>
- Sydserrf, R., & Weetman, P. (2002). Developments in content analysis: A transitivity index and DICTION scores. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15(4), 523–545. <https://doi.org/10.1108/09513570210440586>
- Tahat, Y., Dunne, T., Fifield, S., & Power, D. (2019). Risk-related disclosure: a review of the literature and an agenda for future research. *Accounting Forum*, 43(2), 193–219. <https://doi.org/10.1080/01559982.2019.1584953>
- Talbot, D., & Boiral, O. (2018). GHG reporting and impression management: An assessment of sustainability reports from the energy sector. *Journal of Business Ethics*, 147(2), 367–383. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2979-4>
- Tan, Y., Zeng, C. C., & Elshandidy, T. (2017). Risk disclosures, international orientation, and share price informativeness: Evidence from China. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 29, 81–102. <https://doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2017.08.002>
- Tarantino, Anthony; Cernauskas, D. (2011). *Essentials of Risk Management in Finance*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Thorpe, A., Craig, R., Hadikin, G., & Batistic, S. (2017). Semantic tone of research 'environment' submissions in the UK's Research Evaluation Framework 2014. *Research Evaluation*, 27(2), 53–62. <https://doi.org/10.1093/reseval/rvx039>
- Valentina, B., Chiara, D., & Sara, T. (2019). Does environmental, social and governance performance influence intellectual capital disclosure tone in integrated reporting? *Journal of Intellectual Capital*, 20(1), 100–124. <https://doi.org/10.1108/JIC-02-2018-0049>
- Verrecchia, R. E. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*,

5, 179–194. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(83\)90011-3](https://doi.org/10.1016/0165-4101(83)90011-3)

Wu, C.-M., & Hu, J.-L. (2019). Can CSR reduce stock price crash risk? Evidence from China's energy industry. *Energy Policy*, *128*, 505–518. <https://doi.org/10.1016/j.enpol.2019.01.026>

Yi, Z. (2019). Fair value, corporate governance, social responsibility disclosure and banks' performance. *Review of Accounting and Finance*, *19*(1), 30–47. <https://doi.org/10.1108/RAF-01-2018-0016>

Yuthas, K., Rogers, R., & Dillard, J. F. (2002). Communicative action and corporate annual reports. *Journal of Business Ethics*, *41*(1–2), 141–157. <https://doi.org/10.1023/A:1021314626311>

Zucker, L. G. (1987). Institutional Theories of Organization. *Annual Review of Sociology*, *13*(1), 443–464. <https://doi.org/10.1146/annurev.so.13.080187.002303>

## Apêndice A – Sociedades Incluídas na Amostra

**Tabela A1. Sociedades incluídas na mostra por setor**

<b>Empresa</b>	<b>Indústria</b>	<b>Setor</b>
Altri, SGPS, S.A.	Materiais básicos	Materiais industriais
Cofina, SGPS, S.A.	Consumidor Discricionário	Mídia
Corticeira Amorim, SGPS, S.A.	Industriais	Industriais em geral
CTT - Correios De Portugal, S.A.	Industriais	Transporte industrial
EDP - Energias de Portugal, S.A.	Utilitários	Energia
EDP Renováveis	Utilitários	Energia
ESTORIL SOL Serviços ao Consumidor.A.	Consumidor Discricionário	Viagem e Lazer
Galp Energia, SGPS, S.A.	Energia	Petróleo, Gás e Carvão
Glintt - Global Intelligent Technologies, SGPS, S.A.	Tecnologia	Serviços de software e computador
Ibersol SGPS, S.A.	Consumidor Discricionário	Viagem e Lazer
Imobiliária Contrutora Grão Pará, S.A.	Consumidor Discricionário	Viagem e Lazer
Impresa, SGPS, S.A.	Consumidor Discricionário	Mídia
Inapa - Investimentos, Participações e Gestão, S.A.	Materiais básicos	Materiais industriais
Jerónimo Martins, SGPS, S.A.	Consumidores Básicos	Varejistas e atacadistas de alimentos
Lisgráfica - Impressão e Artes Gráficas, S.A.	Industriais	Serviços de suporte industrial
Martifer, SGPS, S.A.	Industriais	Construção e Materiais
Grupo Média Capital, SGPS, S.A.	Telecomunicações	Provedores de serviços de telecomunicações
Mota-Engil, SGPS, S.A.	Industriais	Construção e Materiais
NOS, SGPS, S.A.	Telecomunicações	Provedores de serviços de telecomunicações
Novabase, SGPS, S.A.	Tecnologia	Serviços de software e computador
PHAROL, SGPS S.A.	Telecomunicações	Provedores de serviços de telecomunicações
F. Ramada Investimentos, SGPS, S.A.	Materiais básicos	Metais Industriais e Mineração
Reditus, SGPS, S.A.	Tecnologia	Serviços de software e computador
REN - Redes Energéticas Nacionais, SGPS, S.A.	Utilitários	Energia
Semapa - Sociedade de Investimento e Gestão, SGPS, S.A.	Materiais Basicos	Materiais Industriais
Sociedade Comercial Orey Antunes, S.A.	Industriais	Serviços de transportes e logística
Sonae SGPS, S.A.	Grampos do Consumidor	Cuidados pessoais, drogas e mercearias
Sonae Capital, SGPS, S.A.	Industria	Industriais em geral
Sonae Indústria, SGPS, S.A.	Industria	Construção e Materiais
SONAECOM, SGPS, S.A.	Telecomunicações	Provedores de serviços de telecomunicações
Teixeira Duarte, S.A.	Industria	Construção e Materiais
The Navigator Company	Materiais Básicos	Materiais Industriais
Toyota Caetano Portugal, S.A.	Consumidor Discricionário	Automóveis e Peças
VAA-Vista Alegre Atlantis, SGPS, S.A.	Consumidor Discricionário	Bens domésticos e construção de casas