



**Jéssica Carina
Fernandes Soares**

**Análise das narrativas sobre o risco no preço das
cotações das ações**



**Jéssica Carina
Fernandes Soares**

**Análise das narrativas sobre o risco no preço das
cotações das ações**

Dissertação apresentada à Universidade de Aveiro para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Contabilidade – Ramo de Auditoria, realizada sob a orientação científica da Professora 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.

dedicatória

Meus amados pais, hoje escrevo esta mensagem para agradecer tudo que fizeram e ainda fazem por mim. Obrigado por me ensinarem a caminhar e assim poder seguir os meus próprios passos. Pela educação que me deram e por sempre estarem ao meu lado, tanto nas alegrias como nos momentos difíceis. Posso ter o nariz de um, ou os olhos do outro, mas o meu caráter, os meus valores e a minha felicidade devo de forma igual aos dois. Já me consideraria uma pessoa afortunada se tivesse somente um de vocês em minha vida, mas ter vocês dois, ainda mais como pai e mãe, faz de mim uma pessoa abençoada. Obrigada por tudo, do fundo do meu coração. Amo-vos muito!

“O sucesso nasce do querer, da determinação e persistência em se chegar a um objetivo. Mesmo não atingindo o alvo, quem busca e vence obstáculos, no mínimo fará coisas admiráveis.”

José de Alencar

O júri

presidente

Professora Doutora Carla Manuela Teixeira Carvalho
Professora Adjunta, Instituto Superior de Contabilidade e Administração da Universidade de Aveiro

orientador

Professora Doutora Graça Maria do Carmo Azevedo
Professora Coordenadora sem Agregação, Instituto Superior de Contabilidade e Administração da Universidade de Aveiro

arguente

Professora Doutora Ana Maria Alves Bandeira
Professora Adjunta, Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto

agradecimentos

Quero agradecer aos meus orientadores, nomeadamente à professora Graça Azevedo e ao professor Jonas Oliveira, que muito ajudaram a que este trabalho pudesse ter este resultado final. Para além dos meus pais, quero agradecer à minha irmã pela força e motivação, bem como à Michele que me ajudou neste caminho. Por fim, quero agradecer à Shauni por todo o apoio e carinho. Agradeço do fundo do coração a todas as pessoas que estiveram ao meu lado e que me acompanharam durante este longo percurso. Sem vocês, nada disto seria possível. Foi por vocês que cheguei ao fim deste projeto.

palavras-chave

Risco, relato de risco, teorias explicativas, *impression management*, tom, DICTION

resumo

Atualmente, existe alguma instabilidade no mercado de capitais devido ao desempenho decorrente da atividade, nomeadamente das alterações verificadas nas empresas. Os investidores e *stakeholders* estão cada vez menos confiantes e mais exigentes. Por isso, relatar informação sobre o risco, começa a ser um dos meios utilizados pelas empresas para transmitir confiança e viabilidade ao exterior.

A presente dissertação pretende analisar a divulgação do risco nos relatórios anuais das empresas portuguesas não financeiras, com valores cotados em bolsa. Contudo, perguntamos se uma empresa que divulga o risco é uma empresa que se encontra saudável, e que não oculta nem ofusca qualquer tipo de informação. Desta forma, o objetivo deste trabalho passa por averiguar, se de alguma forma, os gestores utilizam as estratégias de *Impression Management* para ocultar ou, ofuscar os *stakeholders* na divulgação de informações sobre o risco.

Para desenvolver esta investigação tivemos por base as empresas cotadas na *Euronext Lisbon*, para as quais foi efetuada uma análise de conteúdo do Relatório de Gestão, das Notas ao Anexo e do Relatório do Governo das Sociedades no ano de 2018.

Aplicou-se o modelo de regressão OLS aos dados recolhidos e confirmamos a hipótese de que o preço das cotações das ações é influenciado positivamente pelo tom e, ainda, conseguimos apurar que a medida tonal presente é o otimismo.

keywords

Risk, risk reporting, explanatory theories, *impression management*, tone, DICTION

abstract

Currently, there is some instability in the capital market due to the performance resulting from activity, namely about the changes verified in the companies. Investors and stakeholders are increasingly less confident and more demanding. For this reason, reporting information about risk, begins to be one of the means use by companies to transmit confidence and viability abroad.

This dissertation intends to analyze the disclosure of risk in the annual reports of Portuguese non-financial companies, with values quoted on the stock exchange. However, we ask if a company that discloses the risk is a company that is healthy, and that doesn't hide or obscure any type of information. The goal of this work will be to ascertain, if in any way, managers use impression management to hide or, dazzle stakeholders in the disclosure of information about risk.

To carry out this investigation, we based on companies listed on Euronext Lisbon, for which a content analysis of the management report, the notes to the annex and he corporate governance report in 2018 was carried out.

An OLS regression model was applied to the collected data and we confirmed the hypothesis that the price share is positively influenced by the tone, and we were also able to ascertain that the present tonal measure is optimist.

Índice Geral

Índice de Figuras	iii
Índice de Tabelas	iv
Lista de siglas	v
1. Introdução	1
2. Revisão da literatura.....	3
2.1. Legislação sobre o relato de informação sobre o risco em Portugal	3
2.2. Relato sobre o risco.....	5
2.2.1. Conceitos e categorias de risco	5
2.2.2. Quadros conceptuais de gestão de risco	10
2.2.3. Teorias explicativas da divulgação de informação sobre o risco	17
2.2.3.1. Teoria da agência	17
2.2.3.2. Teoria da sinalização	18
2.2.3.3. Teoria da legitimidade	19
2.2.3.4. Teoria dos <i>stakeholders</i>	19
2.2.3.5. Teoria institucional.....	20
2.2.4. Relato de informação sobre risco	22
2.3. <i>Impression management</i>	25
2.3.1. Conceito de <i>impression management</i>	25
2.3.2. Estratégias de <i>impression management</i>	27
2.3.2.1. Manipulação da legibilidade.....	30
2.3.2.2. Manipulação retórica	34
2.3.2.3. Manipulação temática.....	36
2.3.2.4. Manipulação visual e estrutural.....	38
2.3.2.5. Comparações de desempenho	40
2.3.2.6. Escolha de indicadores de desempenho	42

2.3.2.7.	Atribuição de desempenhos organizacionais	44
2.3.3.	Utilização do tom no discurso das narrativas: revisão da literatura	46
2.3.3.1.	Tom	47
2.3.3.2.	Tom e as divulgações das narrativas.....	48
2.3.3.3.	Tom e legibilidade.....	49
2.3.3.4.	Determinantes do tom	51
2.3.4.	Desenvolvimento da hipótese de investigação	52
3.	Metodologia	55
3.1.	Definição da amostra.....	55
3.2.	Definição da variável independente	55
3.2.1.	Atividade.....	56
3.2.2.	Otimismo	57
3.2.3.	Certeza.....	57
3.2.4.	Realismo	57
3.2.5.	Semelhança.....	57
3.3.	Modelo econométrico	58
4.	Resultados	61
4.1.	Estatísticas descritivas	61
4.2.	Correlação.....	63
4.3.	Regressão	66
5.	Conclusões	71
6.	Referências bibliográficas	73

Índice de Figuras

Figura 1: Relação dos objetivos e componentes do COSO.....	12
Figura 2: Principais atividades dos gestores de risco responsáveis pelo ERM.....	13
Figura 3: Processo AS/NZS 4360:2004 <i>risk management</i>	15
Figura 4: Componentes da GRC apresentado pela OCEG <i>red book</i>	16
Figura 5: Motivos para utilização de IM.....	29
Figura 6: Focos em causa na aplicação das estratégias de IM.....	30
Figura 7: Ênfases utilizadas na manipulação visual e estrutural.....	38

Índice de Tabelas

Tabela 1: Resumo de estudos de manipulação da legibilidade.....	33
Tabela 2: Resumo de estudos de manipulação retórica.....	35
Tabela 3: Resumo de estudos de manipulação temática.....	37
Tabela 4: Resumo de estudos de manipulação visual e estrutural.....	39
Tabela 5: Resumo de estudos de comparações de desempenho.....	41
Tabela 6: Resumo de estudos de escolha de indicadores de desempenho.....	43
Tabela 7: Resumo de estudos de atribuição de desempenhos organizacionais.....	45
Tabela 8: Mensuração das variáveis.....	60
Tabela 9: Estatísticas descritivas.....	61
Tabela 10: Diferenças de médias do tom nos diferentes tipos de relatórios.....	63
Tabela 11: Matriz de correlação.....	65
Tabela 12: Modelo de regressão sobre os efeitos do tom no discurso no preço da cotação.....	67
Tabela 13: Modelo de regressão sobre os efeitos do tom no discurso no preço da cotação por tipo de relatório.....	68

Lista de siglas

AS/NZS	– <i>Standards New Zealand</i>
CEO	– <i>Chief Executive Officer</i>
CMVM	– Comissão do Mercado e Valores Mobiliários
CNC	– Comissão de Normalização Contabilística
COSO	– <i>Committee of Sponsoring Organizations</i>
CSC	– Código das Sociedades Comerciais
ERM	– <i>Enterprise Risk Management</i>
FERMA	– <i>Federation of European Risk Management Associations</i>
GAAP	– <i>Generally Accepted Accounting Principles</i>
GRC	– <i>Governance, Risk and Compliance</i>
IAS	– <i>International Accounting Standards</i>
IASB	– <i>International Accounting Standards Board</i>
IEC	– <i>International Electrotechnical Commission</i>
IFRS	– <i>International Financial Reporting Standards</i>
IM	– <i>Impression Management</i>
ISO	– <i>International Organization for Standardization</i>
NCRF	– Norma Contabilística e de Relato Financeiro
NIC	– Normas Internacionais de Contabilidade
ROA	– Retorno sobre Ativos
RSE	– Responsabilidade Social Corporativa
SNC	– Sistema de Normalização Contabilística
SOX	– Lei de <i>Sarbanes-Oxley</i>
UE	– União Europeia
VIF	– <i>Value Inflated Factors</i>

1. Introdução

Atualmente, as empresas divulgam os acontecimentos ocorrentes ao longo do ano económico com o fim de satisfazer algumas necessidades de informação por parte dos seus *stakeholders*. Neste sentido, divulgam periodicamente o seu relatório e contas. Este desempenha um papel fundamental na divulgação do desempenho da gestão e da administração. As decisões tomadas pelos *stakeholders* são influenciadas pelas informações divulgadas no relatório e contas tendo presente os riscos subjacentes. Para Martins (2015), o risco é um componente que está presente em todas as decisões, estando as empresas constantemente sujeitas ao risco. Considera que apenas aqueles que não tomam decisões não correm riscos, contudo, quem não corre risco está a correr o maior risco de todos, pois ao não tomar decisões não corremos risco, mas também não obtemos frutos ou rendimentos.

Por norma, o relatório e contas é constituído pelo relatório de gestão, demonstrações financeiras, relatório do governo das sociedades, relatório de sustentabilidade e certificação legal de contas (na presença de empresa com valores cotados no mercado de capitais).

Com este tipo de relatórios, pode existir um enviesamento/manipulação da informação, surgindo o conceito de *Impression Management* (IM). Alves (2015) refere que os relatórios passaram a ter, para além de números, divulgações textuais, gráficos e imagens que impelem a atenção e a desviam dos números.

Assim, no contexto do relato financeiro, as estratégias de IM contemplam tentativas de controlo e manipulação da perceção que os utilizadores têm da informação financeira divulgada. Estas estratégias aplicam-se na componente narrativa dos documentos de relato financeiro. Elas comportam escolhas em termos de: divulgação da informação; ou tipo de apresentação da informação, através de enviesamento e/ou seletividade. Enquanto o enviesamento envolve o fornecimento de informação de uma forma muito favorecida, a seletividade compreende a omissão ou inclusão de determinados itens de informação.

Vários investigadores têm vindo a realizar estudos sobre o tema, mas até ao momento a literatura tem-se focalizado na divulgação da informação (Linsley & Shrivess, 2006), não existindo estudos sobre a utilização do tom no discurso das informações sobre o risco.

Assim, as nossas questões de investigação são as seguintes:

- Qual a medida tonal utilizada na divulgação das informações sobre o risco no preço das cotações das ações pelas empresas portuguesas, não financeiras, com valores cotados em bolsa em 2018?
- Qual a medida tonal predominante na divulgação das informações sobre o risco no preço das cotações das ações em cada tipo de relatório?

O presente estudo pretende analisar a divulgação de informação sobre o risco e a sua interação com o IM, bem como analisar quais as medidas tonais utilizadas na divulgação do risco. Para isso serão analisados os Relatórios de Gestão, Notas ao Anexo e Relatório do Governo das Sociedades de 34 empresas com valores cotados no mercado de valores mobiliários no ano de 2018.

Os objetivos a atingir são os seguintes:

- definir os tipos de risco relatados pelas empresas;
- estabelecer a ligação entre a utilização do tom com o preço das cotações das ações;
- apurar quais as estratégias de comunicação seguidas pelos gestores.

Com a exigência dos *stakeholders* na obtenção de mais informação pertinente e quantitativa, torna-se pertinente divulgar informação compreensível, fiável, materialmente relevante e transparente para que esta possa ser útil à tomada de decisão. A motivação do estudo prende-se com o aumento das oportunidades de gestão de impressões e ao longo do trabalho serão identificados quais os fatores explicativos à utilização das estratégias de IM. Assim, o nosso estudo pretende contribuir para a literatura acrescentando mais valor à divulgação da informação sobre o risco, IM e tom.

Este estudo é composto por seis secções. Após uma pequena introdução ao tema, na segunda secção apresentamos a revisão da literatura em que abordamos algumas contribuições para o tema e as conclusões retiradas nesse estudo, bem como a formulação das hipóteses. Na terceira secção é definida a metodologia utilizada para a realização e tratamento da informação adquirida. Na quarta secção segue-se a exposição dos resultados da investigação e por fim, na quinta secção são apresentadas as conclusões e limitações. Terminamos com as referências bibliográficas.

2. Revisão da literatura

2.1. Legislação sobre o relato de informação sobre o risco em Portugal

Ao longo dos anos houve alterações a nível económico, social e político que foram provocados pelo desenvolvimento da sociedade, das tecnologias e da informação. Com o desenvolvimento da informação, as empresas começaram a divulgar os acontecimentos ocorrentes ao longo do ano económico com o fim de satisfazer algumas necessidades de informação por parte dos *stakeholders*. No entanto, para que essas informações fossem comparáveis, relevantes e compreensíveis houve a necessidade de desenvolver um normativo contabilístico internacional aplicável aos vários países.

Face à necessidade de harmonizar a informação, em 2002 foi publicado o Regulamento Europeu 1606/2002 de 19 de julho. O regulamento impõe a utilização das Normas Internacionais de Contabilidade (NIC), as *International Accounting Standards* (IAS) e as *International Financial Reporting Standards* (IFRS) na prestação de contas consolidadas, a partir de 1 de janeiro de 2005. Este regulamento abrange as empresas que cumprem cumulativamente os seguintes requisitos: (i) tenham valores cotados em bolsa; e (ii) que façam parte da União Europeia (UE).

O normativo desenvolvido foi criado pelo *International Accounting Standards Board* (IASB), tendo por base a Comissão de Normalização Contabilística (CNC). Por consequente, a CNC desenvolveu o Sistema de Normalização Contabilística (SNC) com o intuito de harmonizar a informação financeira das empresas portuguesas face às empresas enquadradas na UE (Martins, 2015).

Ao longo do desenvolvimento e crescimento das empresas, os investidores começaram a sentir necessidade de obter maior quantidade de informação e consequentemente, qualidade da mesma. Neste sentido, surgiu o documento chamado relatório e contas. Este documento é fundamental na disseminação do desempenho da gestão e da administração. Por norma, inclui um relatório de gestão, as demonstrações financeiras, notas às demonstrações financeiras (anexo), o relatório de governo das sociedades, o relatório de sustentabilidade e a certificação legal de contas (em caso de empresa com valores cotados).

Conforme o nº 1 do artigo 66º do Código das Sociedades Comerciais (CSC), o legislador pretende obter uma exposição fiel e clara da situação económica da empresa, dando realce à importância da informação.

Em 2005, a diretiva de Modernização do Parlamento Europeu e do Conselho foi promulgada, sendo que passou a ser exigido às empresas a descrição dos principais riscos e incertezas no relatório de gestão. Assim, o legislador pretende complementar as informações divulgadas às entidades externas através do relatório de gestão.

A Diretiva 2014/95/UE veio fazer uma alteração ao CSC, complementando e realçando a importância na divulgação do risco:

As empresas abrangidas pela presente diretiva deverão fornecer informações adequadas relativamente às questões pertinentes mais propensas a originarem riscos com impactos graves, a par dos já registados. Os efeitos dos impactos deverão ser avaliados em função da sua dimensão e gravidade. Os riscos dos efeitos adversos podem ter origem nas próprias atividades da empresa ou podem estar relacionados com as suas operações e, se relevante e proporcionado, com os produtos, os serviços ou as relações empresariais da mesma, incluindo com as cadeias de abastecimento e de subcontratação da empresa. Isto não deverá conduzir a ónus administrativos adicionais e indevidos para as pequenas e médias empresas (L 330/2).

O nº 1 do artigo 65º do CSC a par com o Decreto-Lei nº 89/2017 veio definir que cabe aos membros da administração elaborar e submeter o relatório de gestão, as contas e demais documentos de prestação de contas no final de cada exercício económico.

Contudo, o Regulamento da CMVM nº 7/2018 fez a segunda alteração ao regulamento da CMVM nº 5/2008, de 15 de outubro, em virtude das alterações introduzidas no Código dos Valores Mobiliários pelo Decreto-Lei nº 22/2016, de 3 de junho. Das várias alterações introduzidas pelo regulamento, destaca-se as alterações relativas à informação financeira trimestral, isto é, evidencia-se as alterações que abrangem a comunicação e divulgação de informação.

Segundo o nº 1, alínea b) do artigo 10º do presente regulamento, as entidades obrigadas à divulgação de informação financeira trimestral devem fazê-lo de acordo com os elementos previstos na IAS 34: (i) balanço condensado; (ii) demonstração condensada dos

resultados; (iii) demonstracoo condensada mostrando as alteracoes no capital próprio; (iv) demonstracoo condensada de fluxos de caixa; e (v) notas explicativas.

Em Portugal, existem algumas NIC/IAS que relatam o risco, nomeadamente a IAS 36 – Imparidade de Ativos e as IAS 37 – Provisoes, Passivos Contingentes e Ativos Contingentes. Por sua vez, a IAS 36 – Imparidade de Ativos engloba as seguintes IAS: IAS 2 – Inventários, IAS 11 – Contratos de Construcoo, IAS 19 – Benefícios de Empregados, IAS 39 – Instrumentos Financeiros: Reconhecimento e Mensuracoo, IAS 40 – Propriedades de Investimento e IAS 41 – Agricultura.

O relatório do Governo das Sociedades pode estar incluído no relatório e contas de uma empresa ou pode ser independente deste. Segundo o CSC, o relatório do Governo das Sociedades deve conter uma secoo/capítulo sobre “Gestoo de Risco (Capítulo VI)”. Este capítulo tem como objetivo estabelecer um sistema de gestoo e controlo interno e de auditoria interna que permita antecipar e minimizar os riscos inerentes à atividade desenvolvida.

O capítulo sobre a “Gestoo de Risco” encontra-se dividido pelos seguintes pontos:

- o rgoo de administraoo deve definir e aprovar um plano estratégico e uma política de risco da sociedade, definindo os níveis de risco aceitáveis;
- com base na política de risco, a empresa deve criar um sistema de gestoo de riscos identificando os seguintes pontos: (i) principais riscos; (ii) probabilidade de ocorrência dos mesmos e respetivo impacto; (iii) instrumentos e medidas a adotar; (iv) procedimentos de motorizacoo; e (v) procedimentos de fiscalizacoo, avaliacoo e ajustamento do sistema;
- a empresa deve avaliar anualmente o grau de cumprimento interno e o desempenho do sistema de gestoo de riscos.

2.2. Relato sobre o risco

2.2.1. Conceitos e categorias de risco

Todas as decisoes tomadas pelos rgoos de gestoo ou pelo conselho de administraoo contm e esto sujeitas a vários tipos de risco.

De acordo com Martins (2015):

O risco normalmente está associado a algo negativo. Mas não tem necessariamente de o ser. O risco pode ser a criação de oportunidades. Uma gestão adequada do risco pode levar à perspetivação de acontecimentos futuros que, por sua vez, levam à criação de valor para a empresa (p. 1).

Ao longo dos anos, o interesse sobre questões de gestão de risco tem vindo a aumentar devido às empresas e às instituições financeiras estarem sujeitas a grande volatilidade e ao ambiente imprevisível. Ao mesmo tempo, foram desenvolvias formas mais sofisticadas de medir os riscos, promovendo uma maior compreensão dos riscos e uma maior capacidade de os gerir. No entanto, apesar da divulgação da gestão de riscos se tenha desenvolvido significativamente, durante algum tempo havia a ideia de que os investidores e outros utentes externos à empresa tinham pouco conhecimento sobre os riscos que a mesma estava a enfrentar (Linsley & Shrives, 2000).

Associado ao risco está o conceito de vulnerabilidade. Este conceito é caracterizado pela potencialidade de perda resultante do evento perigoso num determinado património.

Segundo Almeida (2014):

Em determinadas circunstâncias e condições de incerteza, a estimação das probabilidades pode tornar problemática a credibilidade ou validade de uma análise quantitativa. Nestas circunstâncias, a análise e gestão de vulnerabilidade pode constituir uma alternativa adequada e eficaz (p. 19).

De acordo com a norma internacional ISO 31000:2009, o risco é “o efeito da incerteza nos objetivos” e para entender melhor este conceito é necessário ter em conta alguns pontos (Cicco, 2016):

- o risco é muitas vezes caraterizado pela referência aos eventos potenciais e às consequências, ou combinação destes;
- o risco é muitas vezes expresso em termos de uma combinação de consequências de um evento e a probabilidade de ocorrência associada;
- a incerteza é o estado da deficiência das informações relacionadas a um evento, compreensão, conhecimento, consequência e/ou probabilidade.

Assim, existe risco quando podemos associar probabilidades aos resultados de um evento. Nestes casos, o utilizador conhece a distribuição das probabilidades em relação às situações que são produzidas e existe incerteza quando essa associação não pode ser realizada, ou seja, quando os resultados são reconhecidos. Neste caso, o utilizador apenas pode seguir a intuição e não a regra geral da decisão (Donário & Santos, 2016).

Uma empresa pode estar sujeita a dois níveis de riscos (Pinho et al., 2019):

- **Risco específico da empresa:** afeta de forma isolada determinada empresa ou setor de atividade, e pode ser reduzido ou totalmente eliminado através da constituição de uma carteira de títulos diversificada;
- **Risco de mercado:** afeta todas as empresas, mas não com a mesma magnitude. Não pode ser eliminado da mesma forma que o risco específico da empresa. Este está associado a variáveis macroeconómicas, tais como, a taxa de inflação, a taxa de juro e a taxa de crescimento do produto interno bruto.

Existe outra distinção que é necessário ter em conta sobre o risco. Esta distinção tem por base a escolha dos tipos de instrumentos de cobertura de risco, sendo que obtemos o risco contínuo e ocasional:

- **Risco contínuo:** deriva de uma fonte/fator de risco que está em constante mudança, tais como: a taxa de juro, a taxa de inflação ou a taxa de câmbio;
- **Risco ocasional:** está associado à ocorrência de um determinado evento específico.

Por último, podemos classificar o risco em dois grandes grupos, o risco financeiro e o risco não financeiro:

- **Risco financeiro:** está associado a perdas decorrentes de alterações nos mercados financeiros, ou seja, de acordo com as NIC/IAS, o risco financeiro pode ser a alteração das taxas de juro, dos preços dos instrumentos financeiros, das taxas de câmbio, dos índices de preços, entre outros;
- **Risco não financeiro:** é o risco que não envolve alterações nos mercados financeiros, nomeadamente, o risco ambiental, o risco operacional, o risco estratégico, o risco de controlo interno, entre outros.

O risco financeiro pode englobar o risco de liquidez, o risco de mercado, o risco de crédito, entre outros:

— **Risco de liquidez**

A liquidez é considerada como sendo a capacidade que a entidade tem para satisfazer os seus compromissos/obrigações. Este é um fator fundamental para o equilíbrio da gestão da empresa (Fernandes, 2014).

Segundo Figueiredo (2001), o risco de liquidez representa a hipótese de a instituição financeira não deter condições para cumprir com as suas obrigações financeiras, por exemplo por motivos de escassez de recursos.

— **Risco de mercado**

O risco de mercado está relacionado com a possibilidade de perdas decorrentes de oscilações dos preços dos ativos e passivos negociados em mercado, que reduzem os valores das posições realizadas pelos investidores. Normalmente, as variáveis que afetam o valor de um instrumento financeiro são as taxas de juro, os preços das ações, os preços das mercadorias (*commodities*) e as taxas de câmbio (Bessi, 2015; Neto, 2018).

— **Risco de crédito**

O risco de crédito é a possibilidade de acontecimentos de impactos negativos nos resultados ou no capital, devido à incapacidade de uma contraparte cumprir os seus compromissos financeiros perante a instituição, incluindo possíveis restrições à transferência de pagamentos do exterior (Decreto-Lei nº 298/92).

Segundo Caiado (1998):

Os mutuários podem vir a não pagar o crédito mutuado e os respetivos juros, pelo que, se torna imprescindível avaliar com muita atenção, antes da concessão do crédito, as condições que lhes devem ser fixadas, incluindo a prestação de garantias reais, pessoais ou outras e envio de elementos sobre a sua situação e atividade (p. 226).

Como foi mencionado anteriormente, o risco financeiro pode englobar o risco ambiental, o risco operacional, o risco estratégico, entre outros:

— **Risco ambiental**

O termo ambiente refere-se ao espaço físico natural e/ou a todo o meio envolvente natural, ou seja, ar, água, terra, flora, fauna e recursos não renováveis (NCRF 26, parágrafo 6).

Por sua vez, Veyret (2007) refere que os riscos ambientais resultam da conjugação entre os riscos naturais e os riscos decorrentes de processos naturais, com as agravantes da atividade humana e da ocupação de território.

— **Risco operacional**

Uma concreta definição deste tipo de risco é impossível de obter, bem como as suas origens, características, consequências e formas de gerir. De um modo geral, podemos definir este risco como sendo o conjunto de riscos que a empresa assume voluntariamente com o intuito de obter uma vantagem competitiva face aos concorrentes (Pinho et al., 2019).

Alcarva (2011) referencia que o risco operacional tem evoluído em termos de complexidade devido às várias mudanças nas operações bancárias e à crescente aversão ao risco.

Para reforçar a ideia, Crouhy e Mark (1998) consideram:

Os riscos operacionais podem ter origem de fontes externas ou internas. O risco de fontes externas seria o risco da escolha de uma estratégia inapropriada em resposta a fatores ambientais, tais como: política, tributos, regulamentação, governo e concorrência, o risco de fontes internas seria o risco acontecido na investigação estratégica, as falhas operacionais e podem ocorrer em função das pessoas, dos processos e da tecnologia (citado por Matias, 2012, p. 21).

— **Risco estratégico**

Como todas as outras definições de risco, não existe uma definição concreta de risco estratégico. No entanto, o mesmo está associado a alterações ao nível económico, social ou político.

Slywotzky e Drzik (2005) consideram o risco estratégico como sendo o maior risco de todos. Para definir melhor o conceito é necessário ter em conta que *business risk* pode ser usado como sinónimo de *strategic risk* em algumas áreas (Doff, 2008).

Baird e Thomas (1985) consideram que o risco estratégico está associado aos movimentos estratégicos que são realizados no desconhecido e que podem resultar da falência da empresa.

Telford (2005) refere que o risco estratégico é um dos riscos mais importantes que a empresa enfrenta, ou seja, este risco possibilita a empresa deter vários cenários futuros em função da capacidade de atingir os seus objetivos.

Crouhy et al. (2006) definem o risco estratégico como sendo o risco em investimentos significativos para os quais existe uma grande incerteza sobre o sucesso e o lucro. Se o investimento não for bem-sucedido, a reputação da empresa entre os investidores será prejudicada.

Por último, Collier (2009) menciona que o risco estratégico é um risco que pode causar perdas financeiras ou comprometer a posição de uma empresa, ou seja, existem ameaças setoriais e ameaças operacionais que afetam o desempenho das empresas.

2.2.2. Quadros conceptuais de gestão de risco

O *committee of Sponsoring Organizations (COSO) of the Treadway Commission* tem vindo a ajudar as empresas a avaliar/aperfeiçoar os controlos internos, incorporando políticas, normas e regulamentos para controlar melhor as suas atividades e cumprir com os seus objetivos.

Em 2001, o COSO iniciou um projeto/processo com a finalidade de ser capaz de identificar, avaliar e administrar riscos na própria gestão. Esse projeto é conceituado como “Gestão de Riscos Corporativos” (ERM). No entanto, esse período foi marcado por escândalos e quebras de negócios de grande dimensão, que gerou prejuízos de grandes proporções (Shad et al., 2019).

Dessa época pouco favorável resultou o ato *Sarbanes-Oxley (SOX)*, em 2002, nos Estados Unidos. A lei de SOX veio exigir que as empresas mantenham sistemas de controlo interno, facultem a certificação da administração e contratem os serviços de auditores

independentes para atestar a eficácia dos sistemas aplicados na organização (COSO, 2007).

As empresas desenvolvem várias estruturas de ERM, sendo a COSO a estrutura mais utilizada nos processos de ERM (Cohen et al., 2017; Spink et al., 2016). A ERM possibilita aos administradores tratar com eficácia as incertezas, bem como os riscos e as oportunidades a elas associadas, a fim de melhorar a capacidade de gerar valor (COSO, 2007; Florio & Leoni, 2017; Callahan & Soileau, 2017).

Segundo COSO (2007):

O valor é maximizado quando a organização estabelece estratégias e objetivos para alcançar o equilíbrio ideal entre as metas de crescimento e de retorno de investimentos e os riscos a elas associados, e explorar os seus recursos com eficácia e eficiência na busca dos objetivos da organização (p. 3).

O projeto ERM contribui para assegurar a comunicação eficaz e o cumprimento de leis e regulamentos, bem como evitar danos e consequências à empresa. O mesmo apresenta como finalidades: (i) alinhar o risco com a estratégia adotada; (ii) fortalecer as decisões em resposta aos riscos; (iii) reduzir as surpresas e prejuízos operacionais; (iv) identificar e administrar riscos múltiplos; (v) aproveitar oportunidades; e (vi) otimizar o capital.

O COSO (2007) define a ERM como sendo:

Um processo conduzido em uma organização pelo conselho de administração, diretoria e demais empregados, aplicado no estabelecimento de estratégias, formuladas para identificar em toda a organização eventos em potencial, capazes de afetá-la, e administrar os riscos de modo a mantê-los compatível com o apetite a risco da organização e possibilitar garantia razoável do cumprimento dos seus objetivos (p. 4).

A administração planeja objetivos, seleciona as estratégias e estabelece outros planos para serem adotados em toda a empresa. Dos objetivos, destacam-se as seguintes categorias:

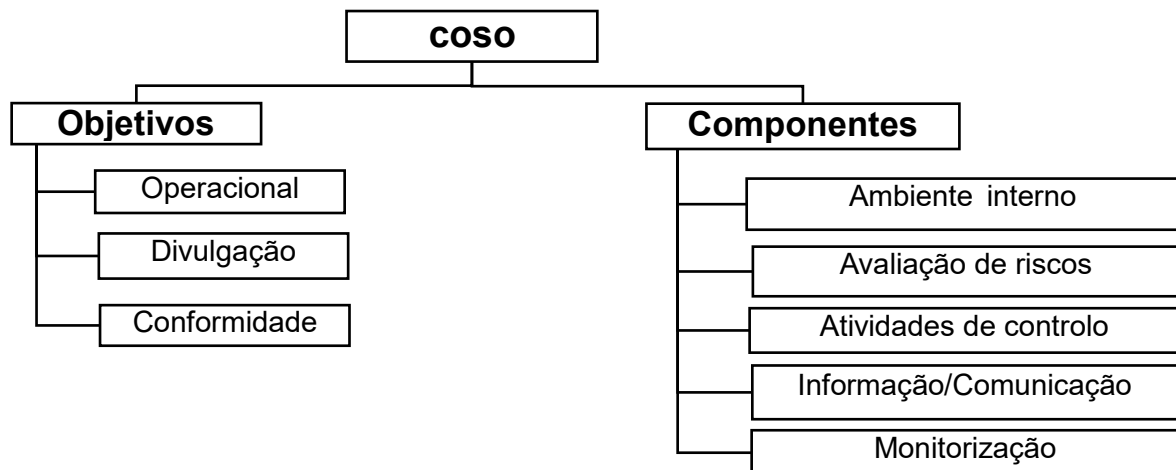
- **Operacional:** destina-se à utilização eficaz e eficiente dos recursos;
- **Divulgação/comunicação:** associado ao nível de confiança dos relatórios apresentados;

- **Conformidade:** relacionado com o cumprimento das leis e dos regulamentos.

Ainda associado à ERM estão as componentes que permanecem inter-relacionadas, ou seja, que se originam com a forma como a administração gere a organização, e que se integram no processo de gestão. As componentes são as seguintes:

- **Ambiente interno:** determina os conceitos básicos sobre a forma como os riscos e os controlos são vistos e abordados pela empresa;
- **Avaliação de riscos:** os riscos identificados são analisados com a finalidade de determinar a forma como serão evitados e eliminados no futuro;
- **Avaliação de controlo:** são implementados procedimentos para assegurar que existe resposta aos riscos, tornando os mesmos eficazes;
- **Informação/comunicação:** o prazo em que as informações são comunicadas ou identificadas pode ser relevante na detenção/prevenção do risco;
- **Monitorização:** a empresa poderá corrigir os riscos o mais breve possível se estiver no controlo dos mesmos.

Figura 1: Relação dos objetivos e componentes do COSO

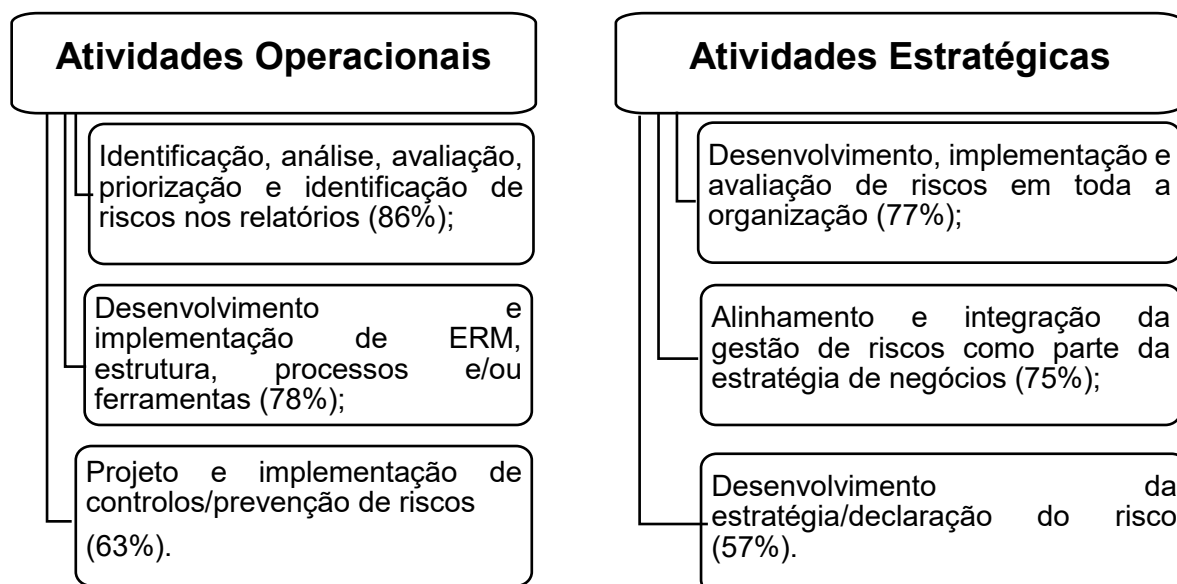


Fonte: Adaptado COSO, 2007.

Para além do COSO, existe outras estruturas que utilizam ERM, tais como: FERMA *European Risk Manager Report*; AS / NZS 4360: 2004: *risk management*; OCEG *Red Book (GRC Capability Model)*; IEC 31010, *Risk Management — Risk Assessment Techniques*; e ISO 31000 *Risk management — Guidelines*.

A FERMA foi criada em 2002 e a sua última atualização ocorreu em 2018. Ao longo dos 16 anos, podemos verificar que o ERM está profundamente incorporado nas organizações europeias. Os gestores de risco corporativo têm um papel crescente como consultores de risco em futuras atividades corporativas. A colaboração com outros departamentos da organização é um aspeto essencial no papel do gestor de risco, pois o gestor consegue consolidar informações de outras funções relacionadas com o risco e fornecer uma visão clara e abrangente à gestão. A conexão entre as tecnologias da informação e a segurança foi evoluindo e, ao mesmo tempo, esta ligação foi prevenindo/diminuindo os riscos associados à *internet*. O gestor de riscos tem como função principal garantir um bom fluxo de informações sobre o risco por meio da organização, do planeamento e da análise de vários cenários (FERMA, 2018). Numa visão geral, a Figura 2, irá demonstrar as principais atividades dos gestores de risco responsáveis pelo ERM.

Figura 2: Principais atividades dos gestores de risco responsáveis pelo ERM



Fonte: Adaptado de FERMA, 2018.

A AS / NZS 4360: 2004: *risk management* foi criada em 1999 pelo *Joint Standards Australia/Standards New Zealand Committee OB-007* (Comitê Conjunto de Normas da Austrália / Normas da Nova Zelândia OB-007). A estrutura pode ser aplicada às atividades ou decisões de qualquer empresa, e em todas as etapas da vida de uma atividade, função, projeto ou produto. A mesma tem como objetivo fornecer orientação para permitir que as empresas alcancem: (i) uma base mais confiável e rigorosa para a tomada de decisão e planejamento; (ii) melhor identificação de oportunidades e ameaças; e (iii) ganhar valor com a incerteza e a variabilidade (Houmb, 2007).

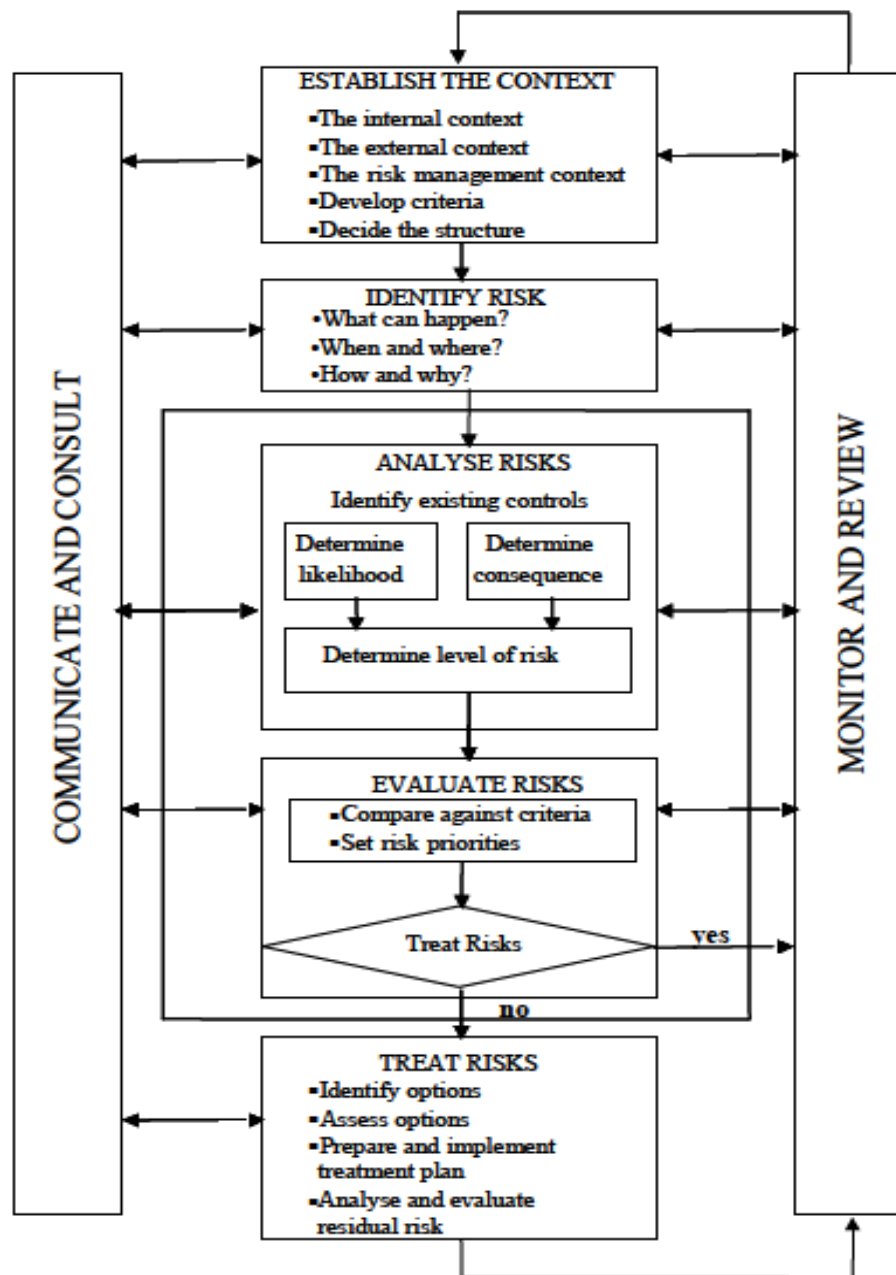
De acordo com Houmb (2007), a estrutura divide os elementos do ERM em sete subprocessos, onde os mesmos são sequenciais e estão relacionados com as atividades de avaliação de risco e, dois dos quais estão em paralelo, pois são esses dois subprocessos que cobrem o processo de gestão de riscos. O primeiro subprocesso é usado para definir o contexto da avaliação. Este também trata da definição de critérios de risco aceitável ou inaceitável. Durante o segundo subprocesso, as ameaças, as vulnerabilidades e os seus impactos são identificados, sendo que os resultados obtidos nesta fase são analisados e avaliados nos dois subprocessos seguintes. O último subprocesso trata da identificação e avaliação das potenciais formas de combate aos riscos identificados ao longo do processo. Os subprocessos paralelos englobam a perspectiva de gestão de riscos do processo, o foco na comunicação e a consulta com as partes interessadas, ou seja, o tomador da decisão, o monitor e o revisor dos trabalhos. Na Figura 3 podemos verificar como o processo da estrutura é organizado.

O *Governance, Risk and Compliance* (GRC) é o conjunto integrado de recursos que permite que uma empresa alcance o desempenho desejado. O *GRC Capability Model* é o primeiro e único código aberto que integra as várias subdisciplinas de governo, risco, auditoria, conformidade, ética/cultura e tecnologias da informação em uma abordagem unificada. Podemos utilizar o *GRC Capability Model* em conjunto com outras estruturas, tais como: *International Organization for Standardization* (ISO), *Committee of Sponsoring Organizations* (COSO), *Information Systems Audit and Control Association* (ISACA), *Institute of Internal Auditors* (IIA), *National Institute of Standards and Technology* (NIST) e outras.

A *OCEG Red Book* foi criada em 2005, e segundo a OCEG (2015) as empresas para terem sucesso devem considerar os limites de leis, costumes sociais e incertezas que surgem com relação a riscos. No entanto, a gestão de risco, a conformidade e a conduta ética

podem ser separados da atividade em função dos objetivos. Esta estrutura pretende: (i) unir o vocabulário entre os vários temas; (ii) definir as componentes e os elementos em comum; (iii) definir os requisitos essenciais das informações; (iv) padronizar as práticas a utilizar no futuro; e (v) identificar a comunicação entre os envolvidos.

Figura 3: Processo AS/NZS 4360:2004 *Risk management*

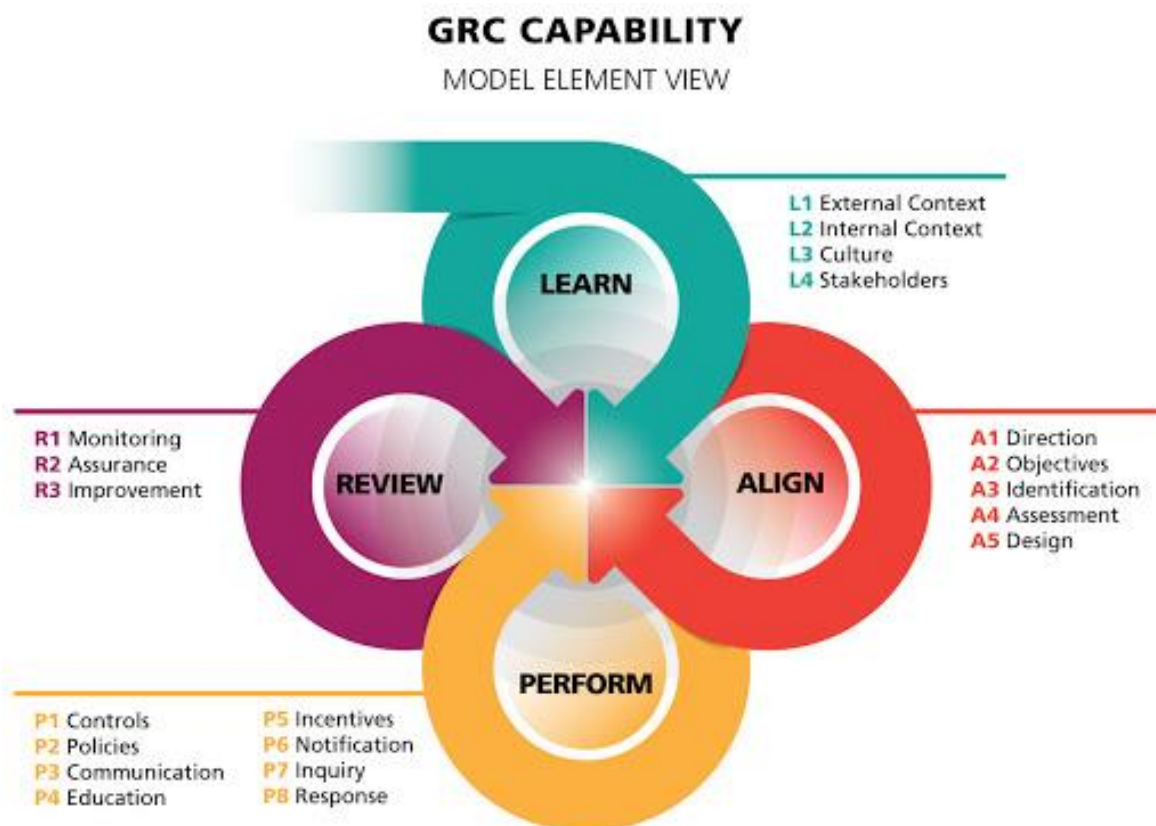


Fonte: Adaptado de Houmb, 2007.

O modelo GRC apresenta ainda quatro componentes (Figura 4):

- **Aprendizagem:** envolve a aprendizagem sobre o contexto da empresa, bem como a cultura e os objetivos, as estratégias e as ações;
- **Alinhamento:** envolvimento das estratégias sobre os objetivos e ações para o futuro, tendo em conta as tomadas de decisão que englobam as oportunidades e as ameaças;
- **Execução:** ações que promovem e recompensam as oportunidades desejáveis, impeçam e corrijam as ameaças e detetem os riscos o mais rápido possível;
- **Revisão:** o *design* e a eficácia operacional das estratégias, bem como a adequação contínua dos objetivos para melhorar a empresa.

Figura 4: Componentes da GRC apresentado pela OCEG *Red Book*



Fonte: OCEG, 2015.

Todas as empresas gerem os riscos com base em acontecimentos históricos. A IEC 31010 descreve uma série de técnicas que podem ser usadas para obter uma melhor compreensão do risco, para que a incerteza seja levada em consideração nas decisões e que as mesmas sejam baseadas em uma sólida compreensão do risco.

A IEC 31010 apresenta uma vasta gama de técnicas que podem ser usadas para identificar e entender os riscos. Ela descreve o processo a ser seguido na avaliação dos riscos. Além do seu uso no processo da ISO 31000, na definição e no tratamento do risco, a norma demonstra como as técnicas podem ser usadas para levar em consideração o risco ao comprar opções ou ao fazer uma análise de custo-benefício de oportunidades.

A ISO 31000 fornece princípios e diretrizes genéricos para estabelecer uma estrutura de gestão de riscos e incorporar um processo para gerir riscos dentro de uma organização. A IEC 31010 concentra-se em técnicas que podem ser usadas na parte de avaliação de riscos desse processo e também para obter uma compreensão mais detalhada de riscos específicos. Embora a maioria das técnicas tenha sido originalmente desenvolvida para analisar riscos com consequências negativas em aplicações técnicas, a IEC 31010 adota uma abordagem ampla, demonstrando a aplicação mais vasta das técnicas. A IEC 31010 foi atualizada em 2019 para oferecer suporte à ISO 31000:2018 e fornecer orientações sobre a seleção e aplicação de técnicas sistemáticas para avaliação de riscos (ISO, 2009).

2.2.3. Teorias explicativas da divulgação de informação sobre o risco

Existe vários estudos que relatam o comportamento ou os incentivos através das teorias explicativas, tais como: Merkl-Davies e Brennan (2007), Smith e Taffler (1992), entre outros. As teorias económicas mais frequentes são designadamente: a teoria da agência, a teoria da sinalização, a teoria de legitimidade, a teoria dos *stakeholders* e a teoria institucional (Pinheiro, 2014; Alves, 2015).

2.2.3.1. Teoria da agência

Jensen e Meckling (1976), consideram que a teoria da agência estuda a relação entre os acionistas e os gestores, na medida da existência de conflitos de interesses, que podem surgir devido ao diferente tipo de objetivos. O gestor tem como objetivo a continuidade da empresa e o acionista tem como finalidade, a maximização do lucro (considerado como “lucro rápido”).

Para uma breve análise desta teoria, Nunes (2019) demonstra duas razões para a divergência de interesses: (i) a relação, ou seja, quanto mais afastada for a relação entre o gestor e o acionista, maior será o conflito de interesses; e (ii) a concentração do poder, ou seja, quanto maior for o poder do gestor, maior será a propensão em agir de prol aos interesses pessoais, afastando os interesses do acionista.

Complementando os motivos referidos, Alves (2015) faz uma analogia entre a relação acionista e gestor quando existem resultados negativos. Ou seja, os acionistas tendem a solicitar informações mais detalhadas para avaliar a competência da gestão. Os gestores tendem a ocultar as informações para manter a sua reputação.

De acordo com a teoria da agência, a postura perante o risco é diferente consoante o agente (p.e. o gestor/administração) e o principal (p.e. *stakeholders*) devido ao facto de o agente possuir informação que o principal não possui (Kunz & Pfaff, 2002). Assim, os gestores não agem com neutralidade na apresentação das narrativas contabilísticas.

Healy e Palepu (2001) mencionam que a procura nos relatórios financeiros surge da assimetria da informação e dos conflitos de agência, sendo que a credibilidade da divulgação é reforçada pelos reguladores, auditores e outros intervenientes do mercado. Reforçando a ideia, Abraham e Cox (2007) consideram que quanto maior for a quantidade de informação divulgada, maior será a confiança que os gestores demonstram perante os utilizadores da informação, nomeadamente os acionistas.

2.2.3.2. Teoria da sinalização

É conhecida como a teoria de assimetria de informação entre os agentes económico, nomeadamente o agente e o principal. Esta teoria surge com o intuito de lidar e reduzir esse conflito. A informação que chega aos agentes é assimétrica, e cabe aos gestores transmitir informações aos *stakeholders*, através de um sinal sobre a posição da entidade.

Este sinal pode ser positivo ou negativo, dependendo do desempenho da empresa. Normalmente, os administradores tendem a não divulgar os desempenhos negativos, não emitindo qualquer sinal. Esta ação é considerada uma prática incorreta perante os utilizadores da informação, pois os administradores estão a transmitir uma posição/ideia incorreta da empresa. De um ponto de vista geral, Smith e Taffler (1992) e Rutherford (2003) consideram que esta teoria apenas existe se a empresa deter resultados positivos, surgindo maior divulgação na transparência e apresentação da informação (Alves, 2015).

Tamer (2018) refere que as empresas com atividades de risco e com grandes financiamentos tendem a divulgar maior quantidade de informação, com o intuito de garantir a satisfação e clareza sobre as decisões tomadas. Morris (1987) afirma que sinalizar a superioridade nas práticas de gestão e divulgação atrai mais investimentos.

2.2.3.3. Teoria da legitimidade

A teoria baseia-se no pressuposto de que a empresa atua perante os *stakeholders* através de um “contrato social”, de forma a operar dentro dos limites impostos, em troca de recompensas que garantam a sua sobrevivência.

Dowling e Pfeffer (1975) consideram que as empresas procuram estabelecer coerência entre os valores sociais associados ou implícitos por suas atividades e as normas de comportamento aceitável no ambiente social do qual a empresa faz parte, referindo que quando existe divergência entre os valores e as normas da sociedade, a legitimidade é posta em causa. Patten (1992) refere que é através da divulgação que as empresas pretendem transmitir aos *stakeholders* que estão a agir em conformidade com as suas expectativas e a atuar de acordo com os valores da entidade, fornecendo informações sobre a *performance* com o fim de manter ou ganhar alguma legitimidade perante o mercado e justificar a continuidade.

Atualmente, as empresas sentem necessidade de divulgar informação diversificada, aproveitando o relato obrigatório para divulgar informação de carácter ambiental ou de responsabilidade social de forma a melhorar a imagem negativa de acontecimentos anteriores. Para além da principal finalidade da utilização desta teoria, as empresas tentam utilizar a divulgação destas informações para maior consciencialização dos problemas ambientais e sociais.

2.2.3.4. Teoria dos *stakeholders*

Atualmente, as empresas divulgam informações financeiras a vários utentes. No entanto, a empresa detém responsabilidades para com várias outras entidades e são afetadas pelas suas decisões, nomeadamente os *stakeholders*.

Silva (2015) refere que “a entidade não opera isoladamente, ou seja, os seus objetivos não podem ser entendidos somente a partir do ponto de vista dos proprietários ou acionistas, devendo ter em consideração todos os *stakeholders*” (p. 34). Azlan (2009) reforça a ideia

de que a informação divulgada deve ser ajustada de acordo com os *stakeholders* de cada empresa, pois a informação é importante na tomada de decisão.

Segundo Donaldson e Preston (1995), a teoria dos *stakeholders* pode ser vista de três formas diferentes: (i) a abordagem descritiva ou empírica – utilizada para descrever ou explicar as características e os comportamentos específicos das entidades; (ii) a abordagem instrumental – utilizada para identificar as ligações entre os *stakeholders* e a realização dos objetivos; e (iii) a abordagem normativa – utilizada para interpretar a função da entidade.

A teoria dos *stakeholders* é comparada à teoria da legitimidade, na medida em que ambas se baseiam num contrato social. A teoria da legitimidade divulga informações financeiras após a ocorrência de determinados acontecimentos (sociais/ambientais) prejudiciais à empresa. Ao contrário, a teoria dos *stakeholders* divulga informações sem responsabilidade social.

Para complementar esta posição, Barros (2011) refere que existem duas diferenças entre ambas as teorias: (i) os destinatários, a teoria dos *stakeholders* analisa os destinatários da informação social e ambiental; (ii) o tipo de informação, a teoria da legitimidade apenas se concentra na mensagem que pretende transmitir.

Dos vários autores que estudaram a relação entre as teorias, Merkl-Davies e Brennan (2007) referem que para manipular a perceção dos *stakeholders* sobre a empresa, os gestores utilizam as estratégias de *impression management*.

2.2.3.5. Teoria institucional

No final do século XX, Thorstein Veblen, Emile Durkheim e Marx Weber apresentaram as primeiras evidências sobre a teoria institucional (Da Silva, 2010). No entanto, o desenvolvimento da teoria ocorre a partir dos estudos de Selznik (1996) e com o movimento neo-institucional nas obras de Meyer e Rowan (1977) e DiMaggio e Powell (1983).

Zucker (1991) define a institucionalização como sendo “um processo em que os autores individuais transmitem o que é socialmente definido como real, e, ao mesmo tempo, como uma variável, de quanto uma ação pode ser considerada como certa em uma realidade social específica” (citado por Parente et al. ,2004, p. 893).

A teoria institucional sugere que as organizações incorporam regras e valores institucionalizados, para que possam ser percebidas como legítimas. Suchman (1995) e

Meyer e Rowan (1977) mencionam que a institucionalização se refere à legitimidade, constituindo uma percepção generalizada ou suposição de que tais ações de uma entidade são desejadas, próprias ou apropriadas dentro de algum sistema de normas, valores, crenças e definições socialmente construídos. Nesse sentido, as organizações tenderiam a incorporar novas práticas e procedimentos que fossem definidos como tarefas e atividades racionalizadas.

Meyer e Rowan (1977) sugerem que a estrutura racionalizada pode surgir a partir de dois contextos: (i) representado pelas estruturas de controlo e coordenação de atividades, possibilitando que as organizações obtenham eficiência superior e, conseqüentemente, uma vantagem competitiva em relação aos seus concorrentes; e (ii) surge a partir de relações sociais, e representa um ambiente institucionalizado. Os autores referem que este tipo de estrutura varia de acordo com a pressão exercida nos controles de resultados das empresas, cujo sucesso depende mais da confiança e estabilidade adquirida pelo isomorfismo, tendo por base as regras e padrões institucionalizados.

Segundo DiMaggio e Powell (1983), as empresas ao adotarem comportamentos semelhantes a outras entidades, tendencialmente vão-se uniformizando em relação ao ambiente institucional. Este processo denomina-se por isomorfismo institucional e pode ser desenvolvido pelos seguintes mecanismos:

- **Coerção:** resulta das imposições criadas pelas sociedades;
- **Mimetismo:** na existência de objetivos ambíguos, existe o manifesto em imitar os procedimentos adotados por outras sociedades;
- **Normalização:** associado a duas fontes, a educação formal (conhecimentos transmitidos) e a legitimidade.

De acordo com Parente et al. (2004),

A teoria institucional está fundamentada na forma como os procedimentos são incorporados pelas organizações, a partir da premissa de que essa incorporação ocorre em razão da legitimidade frente aos ambientes externo e interno, por meio do processo de isomorfismo, centrando-se na reprodução ou imitação de estruturas organizacionais, atividades e rotinas, em resposta a pressões do Estado, às expectativas de profissões ou normas coletivas do ambiente institucional (p. 896).

Com a divulgação do risco, as empresas tendem a divulgar ou fazer referência às normas ou valores adotados pela organização de forma a comunicar a sua estrutura de combate aos riscos associados às decisões tomadas.

2.2.4. Relato de informação sobre risco

As várias séries de escândalos contabilísticos e a recente crise financeira enfatizaram a importância de exigir maior quantidade e qualidade nos relatórios de risco das empresas. Estas complexidades e controvérsias das práticas reguladoras de relatórios de riscos, bem como os próprios regulamentos, desempenham um papel importante no surgimento de uma grande e crescente literatura sobre o risco (Elshandidy et al., 2018).

Segundo Elshandidy et al. (2018), existem vários problemas nos relatórios de risco, tais como: a falta de clareza e consistência em torno da conceptualização do risco, e, os potenciais custos e benefícios criados por padrões. Com o intuito de combater e responder a este tipo de lacunas, os investigadores realizaram várias análises aos relatórios de risco dos seguintes países: Itália (Beretta & Bozzolan, 2004), China (Tan et al., 2017; Elshandidy et al., 2018b), Reino Unido (Abraham & Cox, 2007; Linsley & Shrivés, 2006), Portugal (Oliveira et al., 2011) e Japão (Fukukawa & Kim, 2017).

Os autores ao realizarem os estudos aplicaram como método de recolha de dados a análise de conteúdo (Berreta & Bozzolan, 2004; Lajili & Zéghal, 2005; Linsley & Shrivés, 2006; Abraham & Cox, 2007; Linsley & Lawrence, 2007; Dobler et al., 2011; Oliveira et al., 2011; Miihkinen, 2012; Elshandidy et al., 2013; Kravet & Muslu, 2013; Miihkinen, 2013; Ntim et al., 2013; Abraham & Shrivés, 2014; Campbell et al., 2014; Buckby et al., 2015; ; Elshandidy & Neri, 2015; Elshandidy et al., 2015; Martikainen et al., 2015) e a construção de índice (Deumes & Knechel, 2008).

Dos autores que utilizam a análise de conteúdo, Berreta e Bozzolan (2004) concluem que a medida sintética proposta para a comunicação de riscos pode ser usada para classificar a qualidade da divulgação dos riscos. Os mesmos sugerem que a quantidade da divulgação de risco é motivada principalmente pela dimensão das empresas e não pelo setor de atividade. No entanto, quer a dimensão quer o setor de atividade tem impacto significativo na profundidade da divulgação do risco (onde a profundidade é definida como sendo (i) o sinal do impacto económico relacionada com a divulgação de risco e (ii) as medidas usadas para comunicar o desempenho esperado).

Também abordando a questão da quantidade e qualidade dos relatórios de risco, Miihkinen (2012) investiga o impacto da implementação de uma norma sobre o detalhe no relatório de risco da divulgação de riscos das empresas na Finlândia. Após o lançamento da norma, verificou-se que houve o aumento da quantidade e da melhoria da qualidade de informação divulgada sobre o risco, abrangendo informações com maior impacto. No entanto, ainda se encontram empresas que apenas divulgam informações com natureza simbólica. Na mesma direção, Abraham e Shrives (2014) referem que os gerentes da empresa preferem fornecer apenas informações simbólicas e que os gerentes e/ou administradores podem desempenhar um papel de melhoria na qualidade das informações divulgadas nos relatórios. Ainda, Miihkinen (2012), indica que a qualidade da divulgação do risco está associada à dimensão, ao lucro, ao risco, ao crescimento e às participações financeiras, e, que o impacto sobre o risco é mais pronunciado/evidenciado nas empresas com baixos resultados e de menor desempenho, pois existe maior pressão sobre as empresas na obtenção de informações por parte dos investidores.

Por outro lado, Linsley e Shrives (2006) encontram uma associação significativa nas divulgações de risco entre a dimensão da empresa e o nível de risco. Os autores argumentam que a falta de coerência sobre o risco implica que exista uma lacuna nas informações de risco e que, por sua vez, as partes interessadas são incapazes de avaliar adequadamente o risco da empresa. Abraham e Cox (2007) referem que o número de diretores executivos e o número de diretores não executivos independentes está significativamente relacionado com os níveis elevados de risco e que, os investidores têm maior preferência em efetuar investimentos nas empresas com níveis mais baixos de divulgação de risco.

Ntim et al. (2013) consideram a divulgação de risco amplamente não financeira, histórica e de natureza qualitativa (não monetária). Os autores referem que a divulgação de riscos corporativos está negativamente relacionada com o bloqueio sobre o domínio institucional e relaciona-se positivamente com a diversidade, a dimensão e o número de diretores não executivos e independentes.

Elshandidy et al. (2013) concluem que as empresas caracterizadas por níveis de risco mais elevados, com retornos ajustados ao risco e com níveis mais baixos de variabilidade do retorno das ações exigem níveis mais elevados de divulgação de risco. Os autores reconhecem que a divulgação obrigatória é influenciada pela dimensão da empresa, pelos dividendos existentes e pela independência do conselho. Ainda referem que o efeito da

alavancagem financeira influencia negativamente a divulgação obrigatória do risco. Elshandidy et al. (2015) exploram até que ponto a empresa e as características do país influenciam as variações na divulgação obrigatória e voluntária do risco, sendo que os mesmos têm maior poder explicativo sobre as variações. Após a análise das informações podemos reconhecer que os relatórios de risco obrigatórios e voluntários são influenciados por riscos sistemáticos/constantemente, pelo sistema jurídico e pelos valores culturais dos países. No entanto, os autores consideram que o sistema jurídico e os valores culturais têm elevado poder explicativo sobre as variações de risco obrigatório ao longo do tempo, mas não têm tanta importância na explicação das variações de risco voluntário. Por sua vez, Lajili e Zéghal (2005) indicam que as empresas fornecem informações de risco com elevado grau, independentemente se a divulgação do risco é obrigatória ou voluntária. Os autores referem que a maioria das informações divulgadas não apresentam uniformidade, clareza e transparência, dificultando a compreensão da situação/posição da empresa. Ainda referem que são necessárias mudanças para melhorar a qualidade das informações, o que poderá assim reduzir a assimetria das informações. Miihkinen (2013) menciona que a qualidade da divulgação de riscos mitiga significativamente a assimetria de informações entre gerentes e investidores, sugerindo que essas informações sejam específicas da empresa. O autor indica que pequenas empresas de alta tecnologia e com baixa cobertura de analistas provavelmente fornecerão informações de risco significativamente mais relevantes do que outras empresas.

Dobler et al. (2011), referem que as empresas não revelam atributos quantitativos e prospectivos relacionados com a divulgação de risco, mas divulgam informações qualitativas e retrospectivas, pois os impactos dos fatores de risco variam consoante o país. Apoiando a opinião dos autores mencionados, Oliveira et al. (2011) consideram que as informações divulgadas sobre o risco são genéricas, qualitativas e retrospectivas. Os autores mencionam que os regulamentos apresentam impacto pouco significativo sobre as práticas nos relatórios de risco e que o efeito da alavanca financeira e do conselho de administração exibem impactos significativos nos mesmos. Buckby et al. (2015) acrescentam que a presença de um conselho de riscos é um fator significativo que poderá explicar as diferenças entre a divulgação de informações de risco nas empresas.

Deumes e Knechel (2008) utilizam um índice de divulgação nos relatórios de risco, com base em seis fatores de controlo interno para analisar o grau de ambiente legal e a existência de conflitos de agência. Os autores concluem que os incentivos económicos para relatórios voluntários de controlo interno existem em um ambiente de baixa

regulamentação. Existe uma relação entre a extensão da divulgação do controlo interno e a posse do proprietário das ações e uma relação entre a extensão da divulgação do risco e do efeito da alavanca financeira.

2.3. *Impression management*

2.3.1. Conceito de *impression management*

O conceito de *Impression Management* (IM) surgiu em 1959, através de “*The Presentation of Self in Everyday Life*”, por Erving Goffman. O autor menciona que o indivíduo tenta alterar a percepção do recetor/utilizador de acordo com o objetivo do indivíduo, ou seja, o IM tem como base a forma em como os indivíduos se apresentam perante uma situação, tendo em conta a satisfação dos seus objetivos e necessidades.

Ao longo do seu trabalho, Goffman (1959) analisou como as pessoas no seu ambiente de trabalho se apresentam, e ao fazê-lo, o que elas fazem a essas pessoas, demonstrando interesse em como a pessoa orienta e controla a percepção do indivíduo e como esses indivíduos agem depois da orientação dada.

Leary (2001) menciona que IM envolve processos pelos quais as pessoas controlam como são percebidas as informações transmitidas por outros. As pessoas ficam mais motivadas a controlar como as outras pessoas as percebem quando acreditam que as suas imagens públicas são relevantes para a consecução dos objetivos desejados. Os objetivos para os quais as suas impressões são relevantes e/ou valiosas demonstram uma discrepância entre o modo em que são transmitidas e o modo em que são entendidas. Quando os gestores são motivados a gerir as suas impressões, as informações que tentam transmitir são influenciadas pelas funções ou cargos que ocupam, bem como pelas normas no contexto social e pelos valores dos indivíduos cujas percepções são preocupantes (engloba a forma de compreensão dos utilizadores).

Segundo Merkl-Davies e Brennan (2007) a utilização do IM tem sido adotada por empresas Anglo-Saxónicas. No entanto, estudos têm revelado que os aspetos culturais também podem influenciar as motivações dos gestores para a aplicação das estratégias de IM (Merkl-Davies & Brennan, 2011).

Com base nos estudos efetuados por Leary e Kowalski (1990) e Merkl-Davies et al. (2011), Martins (2015) define:

Impression Management como um comportamento interpessoal, em que as pessoas controlam as impressões que os outros formam delas. Desta forma, IM ocorre quando o que se pretende transmitir tem a intenção de provocar uma determinada percepção no ouvinte ou leitor e essa intenção é antecipadamente prevista e planeada. Ou seja, existe uma antecipação de efeitos, um *feedback* das informações e/ou análise retrospectiva dos resultados organizacionais (p. 15).

No contexto da comunicação, Neu et al. (1998) mencionam que o IM ocorre quando os gestores optam por escolher as informações a transmitir e as expõem de uma forma que distorce a percepção dos utilizadores da informação. Brennan et al. (2009) reforçam a ideia de que o IM ocorre com mais frequência em divulgações narrativas menos regulamentadas e incidem normalmente sobre a interpretação de resultados financeiros. No seguimento do estudo dos autores anteriores, Merkl-Davies et al. (2011) concluem que, quando os resultados da empresa são negativos, os gestores tendem a construir de forma rápida processos retrospectivos em vez de divulgarem o desempenho organizacional.

No que diz respeito à qualidade do relato financeiro, as estratégias de manipulação da percepção dos utilizadores transmitidas têm a forma de mensagens subconscientes, através da manipulação do conteúdo e apresentação da informação financeira (Merkl-Davies & Brennan, 2007).

Em empresas de grandes dimensões, Curtis (2004) defende a posição de que os gestores detêm incentivos monetários para a adoção de estratégias de IM, de modo a influenciar o desempenho organizacional e, por consequência, os preços de cotação das ações.

Os estudos efetuados por Merkl-Davies e Brennan (2007, 2011) abordam um âmbito económico, estudando os impactos negativos causados nos desempenhos das empresas na adoção das estratégias de IM. Nesta perspetiva, quando as estratégias de IM estão relacionadas com o desempenho negativo da sociedade, as estratégias de IM são observadas como um comportamento oportuníssimo e consciente por parte dos gestores, pois os mesmos conseguem persuadir a percepção dos investidores em relação ao desempenho organizacional.

Num âmbito da psicologia social e para complementar a perspetiva anterior, Merk-Davies et al. (2011) defendem que as estratégias de IM podem ser vistas como um comportamento oportunista e consciente, ou apenas como uma mera comunicação de informação onde os gestores transmitem os factos de forma favorecida.

2.3.2. Estratégias de *impression management*

Segundo Merkl-Davies et al. (2011) existem dois tipos de abordagens relacionadas com a aplicação das estratégias de IM: (i) os gestores divulgam informações detalhadas de forma a gerirem a perceção dos utilizadores; e (ii) a divulgação detalhada contém informação que tem como finalidade melhorar a tomada de decisão por parte dos investidores.

De acordo com Merkl-Davies e Brennan (2007) podemos encontrar a utilização de estratégias de IM em Cartas do Presidente, análises de gestão, *press releases*, relatórios financeiros, relatórios de auditores, relatórios intercalares, notas às demonstrações financeiras, entre outros.

O estudo tem em conta a implementação das estratégias de IM na divulgação de risco nos relatórios anuais, dando realce às notas das demonstrações financeiras, ao relatório de gestão e ao relatório do governo das sociedades.

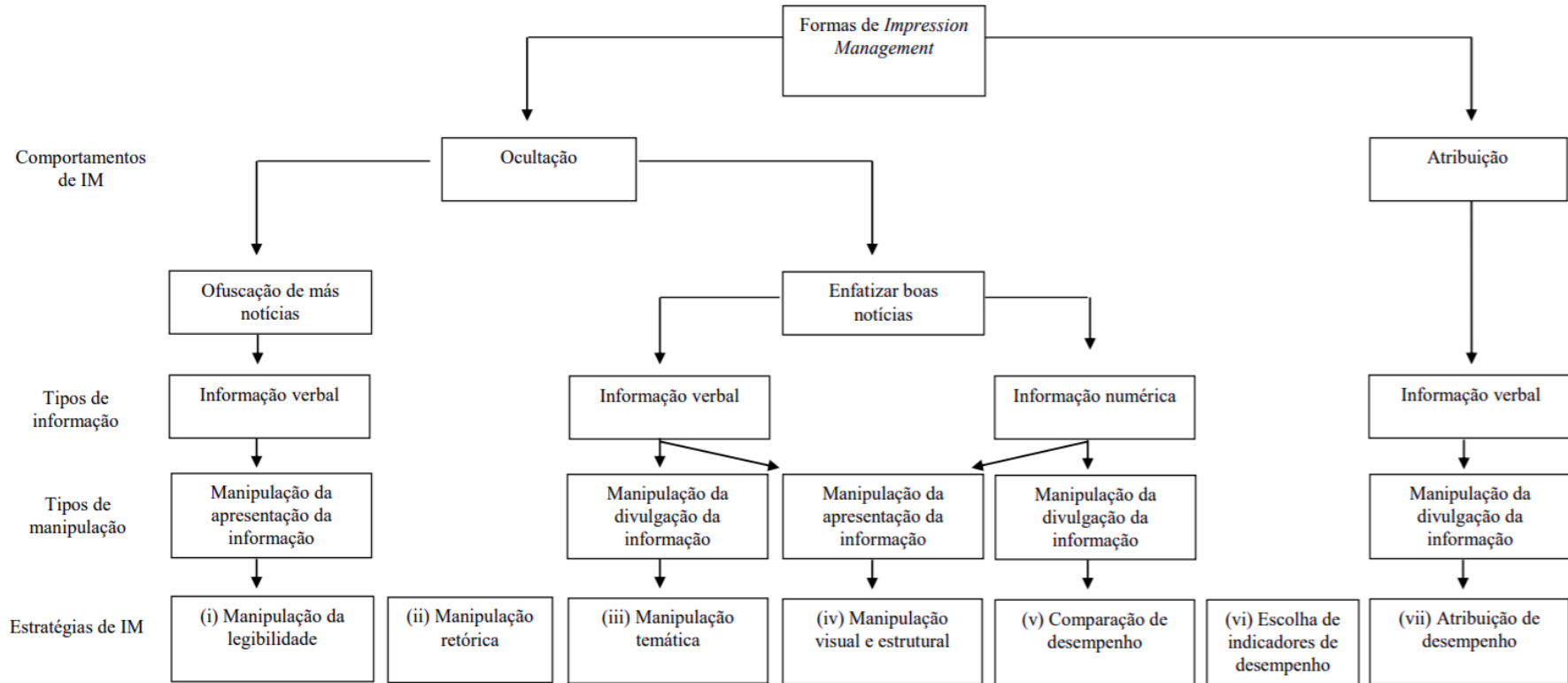
De acordo com Merkl-Davies e Brennan (2007), existem dois tipos de comportamentos que levam à utilização das estratégias de IM: a ocultação e a atribuição. A ocultação resulta no contraste da divulgação dos acontecimentos ocorridos na empresa, ou seja, resulta da importância que a empresa dá a determinados acontecimentos. No caso da atribuição, as entidades tentam explicar a responsabilidade dos acontecimentos, ou seja, os resultados positivos derivam de fatores internos e os resultados negativos derivam de fatores externos.

Como foi referido anteriormente, as empresas utilizam as estratégias de IM para manipular a perceção da informação divulgada aos utentes. Desta forma, podemos verificar na Figura 5, que existem sete estratégias de IM: legibilidade, retórica, temática, visual e estrutural, desempenho, indicadores de desempenho e desempenhos organizacionais. Podemos denotar que das sete estratégias, seis optam pelo comportamento da ocultação das informações.

Brennan et al. (2009) e Merkl-Davies e Brennan (2007, 2011) mencionam que os gestores utilizam as estratégias de IM com as seguintes finalidades:

- ofuscar más notícias através da manipulação verbal da informação (manipulação da legibilidade e manipulação retórica);
- dar ênfase de boas notícias (manipulação temática, manipulação visual e estrutural, comparações de desempenho e escolha de indicadores de desempenho);
- demonstrar que os maus desempenhos da organização ocorrem devido a fatores externos, de modo a desviarem as suas responsabilidades (atribuição de desempenho organizacional).

Figura 5: Motivos para a utilização de IM



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

Da literatura dos autores referidos anteriormente, podemos demonstrar de forma resumida quais os focos de análise e de manipulação para cada estratégia de IM (Figura 6).

Figura 6: Focos em causa na aplicação das estratégias de IM

Estratégias de IM	Foco sobre manipulação	Foco sobre a análise
<input type="checkbox"/> Manipulação da legitimidade	<input type="checkbox"/> Leitura difícil	<input type="checkbox"/> Recursos sintáticos
<input type="checkbox"/> Manipulação retórica	<input type="checkbox"/> Leitura persuasiva	<input type="checkbox"/> Recurso à retórica
<input type="checkbox"/> Manipulação temática	<input type="checkbox"/> Enviesamento temático	<input type="checkbox"/> Palavras-chave positivas/negativas
<input type="checkbox"/> Manipulação visual e estrutural	<input type="checkbox"/> Apresentação da localização das	<input type="checkbox"/> Tipo de letras
<input type="checkbox"/> Comparação de desempenho	<input type="checkbox"/> Enviesamento das divulgações numéricas	<input type="checkbox"/> Comparação de
<input type="checkbox"/> Escolha de indicadores de desempenho	<input type="checkbox"/> Seleção da divulgação da informação	<input type="checkbox"/> Resultados
<input type="checkbox"/> Atribuição de desempenho	<input type="checkbox"/> Atribuições internas e externas	<input type="checkbox"/> Atribuição de desempenho

Fonte: Adpatado de Merkl-Davies e Brennan, 2007, p. 128.

Após a menção das estratégias de IM, vamos desenvolver cada uma das estratégias tendo como referência estudos, bem como a construção da literatura.

2.3.2.1. Manipulação da legibilidade

A estratégia de manipulação da legibilidade ocorre quando as empresas dificultam a compreensão das informações divulgadas (Cassoto, 2016). Ou seja, é considerada uma técnica de escrita narrativa que pretende obscurecer, confundir ou distrair a mensagem pretendida do leitor (Courtis, 2004). É uma técnica baseada na presunção de que os

preparadores da informação financeira manipulam a transparência, reduzindo a clareza da informação a transmitir quando os preparadores desejam divulgar menos sobre circunstâncias subjacentes (Rutherford, 2003).

Merkl-Davies e Brennan (2007) mencionam que existe um limite no qual a legibilidade pode ser manipulada em forma de texto e deve ser suficientemente legível/compreensível de modo a que a impressão controlada seja entendida. Por outro lado, os gestores podem ter a intenção de deixar os utilizadores confusos e assim, conseguindo adiar a investigação das circunstâncias ocorridas.

Segundo alguns estudos, a dificuldade de leitura é atribuída a dois fatores: (i) manipulação administrativa (Courtis, 1998; Sydserff & Weetman, 1999; Clatworthy & Jones, 2001; Li, 2006); e (ii) pouca qualidade de escrita (Baker & Kare, 1992; Courtis, 1995).

Dado os fatores mencionados, podemos ter em conta a seguinte questão: a dificuldade no entendimento das informações financeiras é devida ao facto de se tratar de uma estratégia de IM, ou por se tratar de falta de habilidade por parte do escritor?

Alves (2015) defende que:

É difícil diferenciar os dois, no entanto, os documentos das empresas são escritos por profissionais e tendo em conta os efeitos adversos que poderão resultar do efeito de um relatório anual mal-executado em termos de dinheiro e reputação, as empresas demoram tempo e têm bastante cuidado, assegurando que as suas comunicações são exatas (p. 9/10).

Merkl-Davies e Brennan (2007) mencionam que os estudos revelam que a legibilidade pode ser agrupada em quatro categorias: (i) dificuldade de leitura da narrativa presente nos relatórios anuais (Parker, 1982; Jones, 1988); (ii) variabilidade da legibilidade de diferentes narrativas nas várias seções dos relatórios anuais (Courtis, 1998; Clatworthy & Jones, 2001; Courtis, 2004); (iii) associação entre a dificuldade de leitura das narrativas do relatório anual e as características da estrutura empresarial; (iv) estudos com foco no desenvolvimento metodológico (Sydserff & Weetman, 1999).

Courtis (1998) refere que os gerentes tendem a manipular as informações a divulgar através da alteração do modo de como as informações são apresentadas, mascarando as notícias/circunstâncias negativas (resultados organizacionais negativos), de modo a dificultar a redação/compreensão das informações.

Adelberg (1979) e Curtis (1998; 2004) consideram que a dificuldade de leitura e o desempenho financeiro da empresa estão inversamente relacionados, enquanto Baker e Kare (1992), Clatworthy e Jones (2001) e Rutherford (2003) não encontram essa relação.

Merkl-Davies (2007) atenta como fator determinante na dificuldade de leitura a dimensão da empresa, mas não o desempenho financeiro. Embora o estudo revela que o desempenho financeiro negativo está diretamente relacionado com a dificuldade de leitura, a presente associação é insignificante quando o desempenho financeiro interage com a dimensão da empresa.

Tabela 1: Resumo de estudos de manipulação da legibilidade

Autor/Ano	País	Amostra	Secção Narrativa	Métrica de cálculo	Variável Independente	Resultados
Adelberg (1979)	Estados Unidos	16	Notas de rodapé, revisões de operações de gestão, relatórios dos auditores	Cloze	Desempenho da empresa	As notas de rodapé e as revisões de operações de gestão são difíceis de ler. O lucro está inversamente relacionado à dificuldade de leitura de notas de rodapé não padronizadas e aos relatórios dos auditores.
Parker (1982)	Austrália	10	Revisões de operações de gestão	Fog	Não tem	As narrativas são de baixa legibilidade.
Jones (1988)	Reino Unido	1	Relatório do presidente	Flesch	Desempenho da empresa, tempo, dimensão, estatuto, designação da narrativa do presidente, presidente	A legibilidade diminui conforme o aumento da rotatividade.
Baker & Kare (1992)	Estados Unidos	44	Carta do presidente	Flesch	Desempenho da empresa e dimensão	As cartas do presidente de empresas com maior dimensão são mais legíveis. A associação entre a legibilidade e o lucro é inconclusiva.
Courtis (1998)	Hong Kong	120	Relatório do presidente	Flesch	Desempenho da empresa e cobertura de imprensa	As narrativas de empresas com alta cobertura de imprensa são significativamente menos legíveis.
Clatworthy & Jones (2001)	Reino Unido	120	Relatório do presidente	Flesch	Desempenho da empresa	A variabilidade de legibilidade não é explicada pelo desempenho. A estrutura temática é um fator chave da variabilidade de legibilidade.
Rutherford (2003)	Reino Unido	64	Análise operacional e financeira	Flesch	Desempenho da empresa, dimensão, risco corporativo, complexidade organizacional, regulamentação estrutural	As empresas com baixos desempenhos não ofuscam a percepção dos utilizadores através da complexidade textual. A legibilidade não está associada a nenhuma outra variável.
Courtis (2004)	Hong Kong	60	Relatório anual, relatório provisório e prospectos	Flesch	Desempenho da empresa, maturidade da empresa e complexidade da empresa	A facilidade de leitura e a variabilidade de legibilidade estão associados a más notícias.

Fonte: Adaptado de Merkl-Davies e Brennan, 2007, p. 134-138.

2.3.2.2. Manipulação retórica

A utilização da estratégia de manipulação retórica é considerada como uma linguagem persuasiva utilizando uma *proxy* para ofuscar a informação divulgada. Ou seja, a manipulação retórica torna a informação/argumento mais eficaz, proporcionando um conjunto de técnicas que são utilizadas para persuadir o utilizador.

Ao longo dos anos, podemos verificar que os gerentes têm tendência a diferenciar o modo como divulgam as informações utilizando dispositivos retóricos, como pronomes e voz passiva. Esta estratégia não se concentra “no que as empresas dizem”, mas em “como as empresas o dizem”, sendo que tentam justificar os motivos que levaram aos resultados do desempenho (Merkl-Davies & Brennan, 2007).

Thomas (1997) menciona que as mensagens que são transmitidas nos relatórios anuais diferem de acordo com os resultados apresentados pela empresa no ocorrente período, podendo verificar que em desempenhos diferentes, a linguagem utilizada também é diferente. Ainda refere que quando a empresa apresenta resultados negativos é possível ler nas entrelinhas. Sydserff e Weetman (2002) averiguaram qual a ligação existente entre o tom verbal e o desempenho financeiro, encontrando uma evidência limitada de IM. No entanto, concluem que a administração é imparcial na apresentação das narrativas.

Outro fator apontado para a utilização da manipulação retórica é a dimensão da organização. Isto é, empresas com maior dimensão implicam operações com maior complexidade, o que leva a uma maior dificuldade de leitura (Jameson, 2000).

Por último, Yuthas et al. (2002) constatarem que as empresas com ganhos positivos ou negativos demonstram maior nível de recursos retóricos na comunicação das narrativas do que as empresas sem ganhos inesperados. Sugerem que os gerentes com ganhos inesperados utilizam as secções das narrativas não para fins de IM, mas para demonstrar honestidade e confiança.

Tabela 2: Resumo de estudos de manipulação retórica

Autor/Ano	País	Amostra	Secção Narrativa	Métrica de cálculo	Variável Independente	Resultados
Thomas (1997)	Estados Unidos	1	Mensagem para os acionistas	Construção passiva, início de frases, relação entre o primeiro e último parágrafo, eufemismos	Desempenho da empresa	As notícias negativas são factuais, objetivas e não atribuíveis a indivíduos.
Jameson (2000)	Estados Unidos	200	Relatório anual	Vozes múltiplas, géneros incorporados e pontos focais	Desempenho da empresa	Utiliza complexas análises linguísticas para demonstrar a comparação entre o retorno misto e o retorno máximo.
Sydserff & Weetman (2002)	Reino Unido	27	Relatório do presidente	Índice de transitividade, dicção	Desempenho da empresa	O índice de transitividade é equilibrado, mas não sobrepõe o uso de pontuações de legibilidade.
Yuthas et al (2002)	Estados Unidos	14	Carta do presidente e discussão/análise de gestão	Compreensibilidade, veracidade, legitimidade, sinceridade e dicção	Desempenho da empresa	Desempenhos positivos e negativos são mais comunicados.

Fonte: Adaptado de Merkl-Davies e Brennan, 2007, p. 140.

2.3.2.3. Manipulação temática

Estudos focados na manipulação temática resumidos na Tabela 3, revelam que os gerentes ocultam as notícias negativas ao não as denunciar ou ao não as denunciar na mesma extensão como as boas notícias. A manipulação temática tem por base o princípio da *Pollyanna*. Segundo um estudo efetuado por Matlin e Stang (1978) apud Hampson e Dawson (1985):

The Pollyanna principle predicts that trait inferences will be and more rapidly for evaluatively positive targets and/or traits than for evaluatively negative targets and/or traits. In contrast the congruence principle proposed here predicts that evaluatively congruent inferences (favorable inferences for positive targets and unfavorable inferences for negative targets) will be made more rapidly than evaluatively incongruent inferences (unfavorable inferences for positive targets and favorable inferences for negative targets) regardless of the positive or negative nature of either target or trait (p. 106).

Neste sentido, na apresentação das narrativas contabilísticas, os gestores quando apresentam resultados positivos, têm a tendência a favorecer o desempenho da empresa, utilizando palavras e emoções mais positivas do que negativas (Merkl-Davies & Brennan, 2007; Merkl-Davies et al., 2011). Smith e Taffler (2000), Rutherford (2005) e Guillamon-Saorin (2006) verificaram que as empresas tendem a enfatizar aspetos positivos da organização, independentemente do desempenho financeiro. Abrahamson e Park (1994), Clatworthy e Jones (2003) e Matsumoto et al. (2006) não encontram quaisquer evidências sobre o desempenho financeiro. No estudo efetuado por Lang e Lundholm (2000), os autores investigam em que medida os gerentes influenciam o preço das ações nas ofertas públicas. Os autores mencionam que existem três categorias para as divulgações das narrativas antes de colocar novas ações em ofertas públicas: (i) divulgações relacionadas com o desempenho; (ii) spin de gestão; e (iii) itens prospetivos. O spin de gestão (i. e. *impression management*) é mensurado através de dois modos: (a) detalhes adicionais que são significativos; e (b) citações da administração que divulgam os resultados de desempenho. Os resultados demonstram que as divulgações otimistas aumentam drasticamente antes das ações serem colocadas em ofertas públicas e as divulgações pessimistas diminuem ligeiramente. Após a oferta, o *mix* de “tons” é mais neutro. Assim, verificam que os gerentes se envolvem no processo da divulgação das narrativas antes das ofertas de ações, de forma a aumentar o preço das ações da empresa.

Tabela 3: Resumo de estudos de manipulação temática

Autor/Ano	País	Amostra	Secção Narrativa	Técnica de análise	Variável Independente	Resultados
Abrahamson & Park (1994)	Estados Unidos	1,118	Carta do presidente aos <i>stakeholders</i>	Palavras-chave positivas/negativas	Desempenho da empresa e variáveis de <i>corporate governance</i>	Diretores externos, grandes investidores e contabilistas são influenciados pela ocultação dos resultados negativos.
Smith & Taffler (2000)	Reino Unido	66	Relatório do presidente	Palavras-chave positivas/negativas	Sobrevivência da empresa	As divulgações das narrativas estão associadas ao desempenho financeiro.
Rutherford (2005)	Reino Unido	44	Análise operacional e financeiro	Frequência de 90 palavras-chave	Desempenho da empresa e engrenagem	A linguagem utilizada tem tendência a ser positiva.
Guillamon-Saorin (2006)	Reino Unido e Espanha	172	Comunicado da imprensa	Palavras-chave positivas/negativas	Dimensão da empresa, desempenho da empresa, nacionalidade e indústria	As empresas utilizam mais palavras-chaves positivas do que negativas, controlando o desempenho através da comunicação.
Lang & Lundholm (2000)	Estados Unidos	41+41	Documentos de divulgação	Tipo de declarações e tipo de tons	Empresas que oferecem e/ou não oferecem ações	A divulgação aumenta antes das ofertas de ações. O tom predominante é otimista.
Henry (2006)	Estados Unidos	1,366	Comunicado de imprensa	Tom, duração do comunicado da imprensa, complexidade textual e intensidade numérica	Anormalidade no <i>share price</i>	Comunicado de imprensa sobre os resultados influencia as reações dos investidores.
Matsumoto et al. (2006)	Estados Unidos	8,867	Transcrições nas conferências	Otimismo do gerente e ceticismo dos analistas	Desempenho da empresa	Os gerentes são mais otimistas quando os resultados da empresa são bons, mas os analistas são mais céticos nessas situações. Os analistas são céticos quanto às declarações prospectivas. A reação do mercado é consistente com o ceticismo dos analistas.

Fonte: Adaptado de Merkl-Davies e Brennan, 2007, p. 142-143.

2.3.2.4. Manipulação visual e estrutural

As percepções e perspectivas da empresa podem ser manipuladas pelo modo como as informações são apresentadas nos documentos narrativos. Na exposição das informações contabilísticas podemos notar que os gestores têm a propensão de demonstrar os acontecimentos, realçando mais palavras e elementos do que outras (os).

Após a análise de vários estudos, Alves (2015) refere que existem quatro ênfases que podem ser aplicadas a esta estratégia (Figura 7):

Figura 7: Ênfases utilizadas na manipulação visual e estrutural

Repetição	Reforço de ideias	Ênfase visual	Ordenação e localização
•Pode melhorar a compreensão das informações ou deteriorar o vocabulário de comunicação	•Quando parte da informação é enfatizada	•Efeitos utilizados para evidenciar a informação	•Utilizada para conduzir o raciocínio do utilizador a um objetivo

Fonte: Adaptado de Alves, 2015, p. 10-11.

Courtis (2004) não encontra nenhuma diferença no uso da cor entre empresas rentáveis e não rentáveis. No entanto, Bowen et al. (2005) mencionam que as empresas com baixos desempenhos e com maior exposição de imprensa, colocam menos ênfases nos princípios contabilísticos aceites e maior ênfase nos ganhos obtidos no período. Isto é, os gerentes direcionam visualmente a atenção dos leitores para os valores relacionados com o desempenho positivo e respetivos ganhos, demonstrando o desempenho financeiro da melhor forma possível. Guillamon-Saorin (2006) conclui que as empresas enfatizam as informações positivas e que as mesmas tendem a ser mais destacadas do que as informações negativas.

Tabela 4: Resumo de estudos de manipulação visual e estrutural

Autor/Ano	País	Amostra	Secção Narrativa	Técnica de análise	Variável Independente	Resultados
Guillamon-Saorin (2006)	Reino Unido e Espanha	172	Comunicado da imprensa	Repetição, reforço e ênfase visual	Dimensão da empresa, nacionalidade e indústria	As boas notícias são repetidas, reforçadas e mais enfatizadas. São acompanhadas pelo desempenho das empresas e indicadas nos relatórios.
Courtis (2004)	Hong Kong	100	Relatório anual	Uso e mudança de cor	Mudança no lucro	A associação entre a mudança de cor e a mudança de rentabilidade é pouco clara. As cores influenciam a formação e percepção/julgamento dos investidores.
Bowen et al. (2005)	Estados Unidos	206 empresas e 1,188 quartos de empresas	Ganhos de lançamentos efetuados pela imprensa	Ênfase/posicionamento de ganhos de <i>pró-forma</i>	Relevância do valor, desempenho da empresa e cobertura de imprensa	As empresas enfatizam as métricas tornando-as mais relevantes na divulgação e as mesmas retratam o desempenho favorável da empresa.
Kelton (2006)	Estados Unidos	59 MBA estudantes	Web baseada nas divulgações financeiras	Formato de apresentação e tipo de informação	Não tem	Os resultados sugerem que o formato da apresentação afeta a decisão dos investidores. Participantes que usam informações financeiras eletrônicas são significativamente menos do que aqueles que utilizam informações em papel.

Fonte: Adaptado de Merkl-Davies e Brennan, 2007, p. 146-147.

2.3.2.5. Comparações de desempenho

Segundo Brennan et al. (2009) e Merkl-Davies e Brennan (2007) defendem que as comparações de desempenho são utilizadas para influenciar as percepções adquiridas das informações, através do uso de *benchmarks* (ato de executar um programa de computador, um conjunto de programas ou outras operações, a fim de avaliar o desempenho relativo de um objeto). A utilização de *benchmarks* para destacar as mudanças positivas nos ganhos foi investigado por Lewellen et al. (1996), Schrand e Walther (2000) e Cassar (2001).

Lewellen et al. (1996) descobriram que os *benchmarks* de desempenho de preços de ações divulgados nas declarações são utilizados com baixa frequência, permitindo aos gerentes superestimar o desempenho relativo ao retorno.

Schrand e Walther (2000) demonstram que os gerentes têm maior probabilidade de selecionar vários anos de comparação com resultados desfavoráveis quando o desempenho da empresa é favorável.

Por sua vez, Cassar (2001) verifica que as empresas de maior dimensão e com desempenhos positivos têm a tendência de divulgar voluntariamente gráficos de desempenho nos seus relatórios.

Short e Palmer (2003) investigam a maneira como os CEO's monitoram e interpretam o desempenho organizacional usando referências internas e externas. Eles descobriram que os CEO's de empresas com maior dimensão e com maior desempenho usam mais referências externas para comparação de desempenho.

Tabela 5: Resumo de estudos de comparações de desempenho

Autor/Ano	País	Amostra	Secção Narrativa	Técnica de análise	Variável Independente	Resultados
Lewellen et al. (1996)	Estados Unidos	772	Proxy de afirmações corporativas	Comparações de desempenho sobre retorno das ações	Dimensão da empresa, partilha de propriedade por parte do executivo com maior remuneração, taxa de retorno das ações	Existem evidências de que os gerentes apresentam um comportamento egoísta, utilizando comparações de desempenho sobre o retorno das ações.
Schrand & Walther (2000)	Estados Unidos	130	Anúncio de ganhos trimestrais	Referência de período anterior	Reação <i>share price</i>	Os gerentes selecionam referências de períodos anteriores para justificar o resultado do ano corrente quando existe o aumento de ganhos. Investigadores usam <i>benchmarks</i> para avaliar os ganhos.
Cassar (2001)	Austrália	484/392 (1/5 ano)	Relatórios anuais	Divulgação através de gráficos de desempenho	Comparação de desempenho sobre o preço das ações e dimensão da empresa	Empresas com melhor desempenho têm maior probabilidade de divulgar gráficos de desempenho.
Short & Palmer (2003)	Estados Unidos	119	Carta do presidente	Referência de desempenho	Dimensão da empresa, desempenho da empresa e maturidade da empresa	CEO's de grandes empresas e com elevados desempenhos utilizam maior número de referências externas do que CEO's de empresas pequenas e com baixos níveis de desempenho.

Fonte: Adaptado de Merkl-Davies e Brennan, 2007, p. 149.

2.3.2.6. Escolha de indicadores de desempenho

Os gestores ao preparem as narrativas contabilísticas fazem a escolha dos indicadores de desempenho, selecionando os mais indicados e omitindo outros. Houve pesquisas substanciais sobre *Pro-Forma Earnings* (*pró-forma*). No entanto, essas pesquisas não identificaram explicitamente a conexão entre a divulgação dos lucros *pró-forma* e a estratégia de IM. Os lucros obtidos através da *pró-forma* são considerados ganhos diferentes de aqueles que são calculados de acordo com o *Generally Accepted Accounting Principles* (GAAP), sendo que os lucros *pró-forma* podem ser calculados de várias formas (Merkl-Davies & Brennan, 2007).

Segundo Bowen et al. (2005) existem duas explicações possíveis para os lucros obtidos através da *pró-forma*: (i) os gerentes são motivados a fornecer aos leitores/utilizadores mais informações úteis e precisas; e (ii) os gerentes tornam a empresa mais lucrativa. Através da segunda perspectiva conseguimos defender que o uso de lucros obtidos através da *pró-forma* se ajusta à definição de IM, no sentido de que esses ganhos introduzem aspetos positivos nas narrativas.

Autores como Johnson e Schwartz (2005) demonstram que existem evidências de que as empresas utilizam predominantemente mais lucros obtidos através da *pró-forma* do que aqueles que são calculados de acordo com o GAAP. Eles afirmam que as empresas utilizam os lucros obtidos através da *pró-forma* com o objetivo de gerir as percepções dos leitores em relação aos ganhos obtidos. Ainda mencionam que existe um comportamento oportunista por parte dos gerentes, pois além de excluïrem os indicadores que melhor justificam o desempenho, ainda fazem ajustes não especificados. Consideram também que as empresas que relatam os ganhos obtidos através da *pró-forma* não são diferentes das empresas que relatam os seus lucros segundo o GAAP.

Por último, Guillamon-Saorin (2006) define a seleção (medida quantitativa) como uma técnica para escolher os indicadores que justifiquem os lucros obtidos no ano civil de modo a retratar os mesmos nas demonstrações financeiras. Em caso de a empresa apresentar resultados positivos, os gestores tendem a selecionar o máximo de indicadores para favorecer a imagem da empresa (Pinheiro, 2014).

Tabela 6: Resumo de estudos de escolha de indicadores de desempenho

Autor/Ano	País	Amostra	Secção Narrativa	Técnica de análise	Variável Independente	Resultados
Bowen et al. (2005)	Estados Unidos	206 empresas e 1,188 quartos de empresas	Ganhos de lançamentos efetuados pela imprensa	Divulgação dos lucros obtidos através da <i>pró-forma</i>	Relevância do valor, desempenho da empresa e cobertura de imprensa	As empresas enfatizam as métricas que apresentam maior relevância e que retratam o desempenho favorável da empresa.
Johnson & Schwartz (2005)	Estados Unidos	433	Conferência de imprensa	Divulgação dos lucros obtidos através da <i>pró-forma</i>	Lucratividade, dimensão da empresa, risco de mercado, propriedade e crescimento	Os ajustes utilizados na <i>pró-forma</i> dominam a amostra. Empresas com elevados lucros utilizam o relato de <i>pró-forma</i> nas demonstrações financeiras.
Guillamon-Saorin (2006)	Reino Unido e Espanha	172	Conferência de imprensa	Escolha do número obtidos nos lucros	Dimensão da empresa, desempenho da empresa, nacionalidade e indústria	A seleção dos indicadores é a técnica utilizada para divulgar as informações nos relatórios e demonstrações financeiras.

Fonte: Adaptado de Merkl-Davies e Brennan, 2007, p. 152.

2.3.2.7. Atribuição de desempenhos organizacionais

Como já foi referido anteriormente, os gestores tendem a atribuir fatores internos a resultados positivos e fatores externos a resultados negativos. Assim, quando a empresa apresenta resultados positivos, os gestores tendem a favorecer/realçar os aspetos positivos, passando uma boa imagem.

Aerts (2001) defende que esta estratégia tem como apoio a psicologia social através da teoria da atribuição (baseada no comportamento das pessoas). Esta estratégia de IM é conhecida como uma via de *self-serving*, sendo que IM é vista como o processo pelo qual as pessoas controlam as impressões de que outras fazem deles, desempenhando um papel importante no comportamento interpessoal (Leary & Kowalsky, 1990).

Baginski et al. (2000, 2004) não consideram como estratégia de IM as atribuições de desempenhos. Pelo contrário, eles consideram que as atribuições de desempenho como uma estratégia de divulgação para realçar/diferenciar as assimetrias de informação, fornecendo explicações adicionais sobre os resultados e desempenhos aos investidores, justificando/identificando as causas adicionais sobre o lucro.

Aerts (2001) e Clatworthy e Jones (2003) referem que é mais plausível a atribuição de fatores internos do que fatores externos ao sucesso obtido no desempenho da empresa. Quando a empresa alcança resultados favoráveis, os mesmos são justificados através declarações causa-efeito. Por sua vez, quando a empresa detém resultados/desempenhos negativos, os mesmos são explicados através da utilização da terminologia contabilística.

Em um estudo efetuado em empresas americanas e japonesas, Hooghiemstra (2001) refere que os gerentes de empresas norte-americanas atribuem os resultados organizacionais favoráveis a fatores internos e os resultados organizacionais desfavoráveis a fatores externos (ou seja, demonstram interesses próprios). No entanto, independentemente do desempenho financeiro, os gerentes de empresas japonesas atribuem os resultados organizacionais desfavoráveis a circunstâncias externas, mas não mostram tendências de interesse próprio por atribuir os resultados favoráveis a fatores internos.

Tabela 7: Resumo de estudos de atribuição de desempenhos organizacionais

Autor/Ano	País	Amostra	Secção Narrativa	Técnica de análise	Variável Independente	Resultados
Baginski et al. (2000)	Estados Unidos	2,085	Gestão de previsões	Codificação manual de causas internas e externas	Tipo de previsão, analistas a seguir, horizonte da previsão, divulgação, outros anúncios e preço das ações	As atribuições são mais prováveis nas más notícias. As atribuições aumentam a precisão ou credibilidade das previsões.
Baginski et al. (2004)	Estados Unidos	951	Gestão de previsões	Codificação manual de causas internas e externas	Dimensão da empresa, volatilidade, notícias boas ou más, tipo de previsão, regulamentos, indústria, outras divulgações	As atribuições são mais prováveis com maior dimensão e menos prováveis em indústrias reguladas e com previsões de longo prazo.
Aerts (2001)	Bélgica	22	Relatório do diretor	Justificações sobre o desempenho	Desempenho de curto e longo prazo, estatuto da empresa e dimensão da empresa	Ao longo do tempo é encontrado um grau significativo de consistência nas narrativas contabilísticas. Constantes atribuições de alto nível não respondem à mudança do desempenho.
Clatworthy & Jones (2003)	Reino Unido	100	Relatório do presidente	Atribuições de desempenho	Desempenho da empresa	Os gerentes envolvem-se em atribuições de interesse próprio. Resultados organizacionais positivos são atribuídos a fatores internos e os resultados negativos atribuídos a circunstâncias externas.
Hooghiemstra (2001)	Estados Unidos e Japão	60	Carta dos CEO's aos <i>stakeholders</i>	Explicações sobre o desempenho e linguagem técnica	Desempenho da empresa	Os CEO's dos Estados Unidos e do Japão atribuem resultados positivos a fatores internos. Ambos os CEO's dos Estados Unidos e o Japão explicam os resultados através da linguagem casual.

Fonte: Adaptado de Merkl-Davies e Brennan, 2007, p. 154-155.

2.3.3. Utilização do tom no discurso das narrativas: revisão da literatura

Autores mencionam que os relatórios anuais podem ser considerados “uma janela para uso de estratégias de comunicação” dos executivos porque são usados para explicar o que a organização fez durante o ano civil. Recentemente, os relatórios têm sido cada vez mais utilizados para celebrar conquistas, a fim de apresentar a imagem da organização e, assim, aperfeiçoar a percepção dos investidores sobre a legitimidade das suas atividades. Isto para que se as empresas forem consideradas legítimas, as organizações poderão mais facilmente atrair recursos económicos e obter o apoio social e político necessário para continuar com sucesso as suas operações (Roman et al., 2019).

No processo de prestações de contas, a divulgação narrativa tem vindo a desempenhar um papel cada vez mais significativo. A divulgação narrativa está presente não só no relatório anual como nos relatórios integrados (Fisher et al., 2019), nos relatórios de responsabilidade social corporativa (RSE) (Martínez-Ferrero et al., 2019), na carta do CEO (*Chief Executive Officer*) (Craig & Amernic, 2018), na declaração do presidente (Moreno et al., 2019), nos comunicados de imprensa (Luo et al., 2019), entre outros. Para as partes interessadas, as divulgações das narrativas têm um propósito, fornecer informações que estejam associadas ao desempenho financeiro futuro (Li, 2010), à insolvência/falência (Smith & Taffler, 2000), às decisões individuais dos investidores (Lawrence, 2013) e aos retornos do mercado (Henry, 2008; Li, 2010).

Um elemento chave das narrativas é a utilização do tom. Tom é um meio pelo qual um autor pode persuadir uma narrativa com a conotação desejada através da escolha de palavras, ou seja, o tom pode ser usado para disseminar informações incrementalmente úteis ou de um modo estratégico, influenciar as percepções do leitor (isto é, *impression management*) (Fisher et al., 2019).

Embora o tom tenha sido estudado em ciências políticas, comunicações e outras disciplinas, apenas recentemente atraiu a atenção de especialistas em contabilidade e finanças. Os primeiros estudos realizados sobre o tom se focaram em apenas uma dimensão: o grau de positividade/negatividade (Huang et al., 2014; Tan et al., 2014). No entanto, Hart et al. (2013) consideram o tom mais complexo que uma dicotomia positivo/negativo. Os autores referem que as nuances do texto podem ser perdidas por não reconhecer as complexidades do tom, ou seja, a qualidade do tom em uma narrativa pode abranger uma gama de atributos (por exemplo, a análise operacional e financeira de uma

determinada empresa pode ser descrita com um elevado grau de realismo e certeza, enquanto em outra empresa pode ser vaga).

Como foi mencionado, dado ao duplo papel da utilização do tom (*incremental versus estratégico*), é provável que diferentes seções de narrativas enfrentem níveis diferentes de restrições e oportunidades. Segundo Swales (1990), os diferentes tipos de narrativa contidos nos relatórios (carta do presidente, notas às demonstrações financeiras, entre outros) servem a propósitos distintos e estão sujeitos a diferentes níveis de influência regulatória dos auditores. Com finalidades diferentes, existe um perfil distinto para cada seção do relatório anual. Isto é, as diferentes seções das narrativas presentes no relatório anual têm subjacente um nível de comunicação distinto (ou seja, cada tipo de narrativa serve a um propósito comunicativo específico e exhibe um padrão semelhante de conteúdo e estilo).

Por último, o tom pode influenciar os julgamentos e a tomada de decisão dos utilizadores do relatório anual. De acordo com alguns autores, verificou-se que as variações no tom estão associadas a reações de mercado de curto prazo (Davis et al., 2012; Feldman et al., 2010; Huang et al., 2014) e julgamentos sobre os ganhos (Tan et al., 2014).

2.3.3.1. Tom

Na presente literatura, Jasinski (2001) definiu o tom como sendo a atitude do autor em relação ao seu público quanto ao assunto de uma narrativa. Brill (1992) refere que a “atitude” pode se manifestar através da dicção, ou seja, através da escolha de palavras. Palavras essas de igual valor denotativo (isto é, palavras com o mesmo significado). Consequentemente, as escolhas de palavras realizadas na construção de uma narrativa podem combinar para criar um ou mais tons dominantes.

Sydserrf e Weetman (1999) mencionam que o tom de divulgação é capturado pelo uso de substantivos, adjetivos ou verbos que expressam sentimentos diferentes. Davis et al. (2012) acrescentam que o tom é um elemento importante do fornecimento de informações da empresa, pois o tom afeta o modo em como os participantes de mercado percebem e compreendem as informações.

Hart et al. (2013) reforçam a definição de tom ao mencionarem que o tom é uma ferramenta que as pessoas usam (às vezes sem querer) para criar impressões distintas por meio da escolha de palavras. De acordo com os autores, a noção do tom é baseada em quatro

suposições: (i) as famílias de palavras têm o seu próprio significado; (ii) o tom é facilmente identificável quando as famílias de palavras são misturadas; (iii) o tom é mais forte quando as famílias de palavras são misturadas repetidamente; e (iv) as camadas lexicais explicam as diferenças entre os gêneros retóricos. Assim, os autores definem que o tom pode ser visto como o produto de escolhas de palavras que se acumulam para produzir expectativas padronizadas, mencionando ao público algo com importância.

2.3.3.2. Tom e as divulgações das narrativas

Fisher et al. (2019) referem que cada tipo de divulgação serve a um propósito distinto e ao mesmo tempo consideram que relatórios diferentes apresentam níveis de restrições e oportunidades na construção do relatório distintos. Os autores fazem uma análise ao assunto e tendo por base o estudo, mencionam quais são as divulgações das narrativas mais frequentes: carta do presidente, análise operacional e financeira, notas às demonstrações financeiras e relatórios de responsabilidade social corporativa (RSE).

Clatworthy e Jones (2001) mencionam que as cartas do presidente fornecem uma visão geral do desempenho da empresa e dão a indicação de uma perspectiva futura. As declarações financeiras são a secção menos técnica do relatório anual (Subramanian et al., 1993), mas é a parte mais lida (Courtis, 1982) e legível (Jones & Shoemaker, 1994). Os autores Henry (2008) e Abrahamson e Amir (1996) referem que as cartas do presidente contêm uma parte informativa e promocional, e a administração enfrenta poucas restrições quanto ao seu conteúdo.

Segundo Fisher et al. (2019) as análises operacionais e financeiras fornecem um comentário sobre o desempenho, a condição financeira e as perspectivas futuras de uma empresa. Por sua vez, as análises permitem aos diretores fazerem as suas próprias avaliações sobre as necessidades de informação dos utilizadores e possibilita alguma flexibilidade sobre o estilo, a forma e o conteúdo sobre as narrativas (Schroeder & Gibson, 1990; Aerts & Tarca, 2010).

Relativamente às notas às demonstrações financeiras sabemos que as mesmas descrevem as políticas contabilísticas e dão ênfase aos assuntos necessários para a compreensão das demonstrações financeiras. As notas às demonstrações financeiras são examinadas com atenção e regularidade pelos auditores. Bartlett e Chandler (1997) acrescentam que as notas às demonstrações financeiras são altamente regulamentadas e são consideradas uma das secções menos legíveis do relatório anual.

Por último, os relatórios de RSE são um meio de sinalizar o compromisso de uma empresa com práticas sociais e ambientais. Cho et al. (2010) mencionam que muitas empresas cumprem voluntariamente as diretrizes/padrões publicadas. No entanto, não existem requisitos legislativos ou profissionais que divulgam o modo como este tipo de relatório deve ser realizado. Assim como as cartas do presidente e os relatórios de RSE são considerados legíveis e pouco técnicos.

Como foi referido anteriormente, cada tipo de divulgação representa um gênero de comunicação distinto e, como tal, é provável que para cada divulgação da narrativa exista um padrão específico de conteúdo e estilo (incluindo atributos sobre o tom) (Swales, 1990). Assim, muitos foram os autores que demonstraram interesse em determinar se existia alguma evidência nas divulgações das narrativas de IM usando a manipulação do tom (Cho et al., 2010; Sydserff & Weetman, 2002; Yuthas et al., 2002).

Tendo em conta os elementos do tom (atividade, realismo, certeza, otimismo e semelhança), alguns autores consideram os mesmos como variáveis principais a utilizar no programa de análise de conteúdo DICTION (Hart, 2001). Este programa permitiu encontrar qual a associação entre a divulgação das narrativas utilizando o tom e o desempenho das empresas. Por exemplo, Craig e Amernic (2018) realizaram um estudo às cartas do presidente utilizando o programa DICTION para poder identificar marcadores linguísticos presentes na “arrogância” do presidente. Inesperadamente, eles verificaram que elevados níveis de otimismo e realismo são características presentes nas cartas dos presidentes. Rutherford (2005) utilizando o mesmo programa, investigou a incidência relativa de certas palavras-chave nas análises operacionais e financeiras. O seu estudo revelou que as análises operacionais e financeiras detinham uma tendência para utilizar uma linguagem positiva.

2.3.3.3. Tom e legibilidade

Os relatórios devem atender às necessidades de informação dos diferentes tipos de utilizadores/leitores, isto é, as empresas devem garantir que as informações são compreensíveis e ao mesmo tempo devem obedecer/respeitar os requisitos técnicos criados pelas identidades reguladoras (Parker, 1982). Atualmente, as empresas enfrentam dificuldades em garantir alguma clareza na explicação das informações respeitando os requisitos obrigatórios da divulgação. De acordo com DuBay (2004), os conflitos entre ambos os objetivos já eram decorrentes na década 50 e para combater esses obstáculos,

os investidores tiveram em conta estudos sobre a legibilidade. O autor refere que a legibilidade e o tom estão ligados à noção de estilo narrativo, e menciona que a legibilidade foi concebida para resolver questões relacionadas com o conteúdo, coerência e organização. Jones e Shoemaker (1994) afirmam que no domínio da contabilidade, a legibilidade tem sido operacionalizada através de medidas de complexidade sintática.

De acordo com Fisher, Van Staden e Richards (2019), vários foram os autores que tentaram examinar a manipulação da legibilidade como um meio de ocultar as “más notícias” através da complexidade do texto (meio estratégico) e a promoção de “boas notícias” através de prosa clara e concisa. Contudo, os resultados encontrados foram confusos e inconclusivos, pois obtiveram os seguintes resultados: (i) evidências de ofuscação (Smith & Taffler, 1992; Subramanian et al., 1993); (ii) evidências de ofuscação em menor grau (Courtis, 1995, 1998); e (iii) não foi encontrado qualquer evidência de ofuscação (Clatworthy & Jones, 2001; Rutherford, 2005). Num outro estudo, Merkl-Davies e Brennan (2007) consideram que não é o desempenho financeiro, mas sim a dimensão da empresa o fator determinante da dificuldade de leitura das narrativas.

Tan et al. (2014) argumentam que o tom e a legibilidade estão ligados pois os gerentes ao divulgarem as narrativas variam o uso de ambos para ofuscar o desempenho insatisfatório da empresa. Assim, Patelli e Pedrini (2014) referem que a ligação entre ambos permite compreender a questão sobre se a legibilidade é determinada por IM ou deficiências lexicais não intencionais.

Como o vocabulário e a escolha de palavras estão no centro da legibilidade e do tom, o avanço de um certo tom (consciente ou não) provavelmente afeta a legibilidade, isto é, espera-se que dois elementos do tom influenciem a legibilidade, realismo e certeza (Fisher et al., 2019). Segundo Short e Palmer (2008), o realismo está associado à linguagem que descreve assuntos tangíveis, imediatos e reconhecíveis. Os autores reforçam a ideia de que níveis mais baixos de realismo podem estar associados a um maior uso de frases complicadas que, por sua vez, dificulta a transmissão da ideia. Por sua vez, Ober et al, (1999) referem que a certeza corresponde à linguagem que enfatiza a definitividade, o absoluto e a completa ausência de dúvida, demonstrando uma descrição completa, qualificada, específica e objetiva (Lebar, 1982). Essa linguagem requer maior complexidade textual.

2.3.3.4. Determinantes do tom

O tom é descrito como sendo uma ferramenta utilizada para criar impressões distintas por meio da escolha de palavras. Neste sentido, o tom pode ser um instrumento de IM. Por outro lado, o tom pode ser usado para facilitar a comunicação de informações úteis (Hart et al., 2013).

Segundo a pesquisa efetuada por Fisher, Van Staden e Richards (2019), alguns autores examinaram o tom temático como um meio de ofuscação nas narrativas. Ober et al. (1999) descobriram que a lucratividade e/ou indústria não influenciam a certeza nas análises operacionais e financeiras e nas comunicações orais. Yuthas et al. (2002) constataram que não existia qualquer evidência de ofuscação na comunicação do desempenho da empresa, quer o lucro fosse positivo ou negativo; enquanto Patelli e Pedrini (2014) não encontraram suporte do uso estratégico do otimismo nas cartas do presidente. Sydserff e Weetman (2002) argumentam que as faltas de diferenças significativas entre os elementos do tom indicam que os gerentes de empresas com desempenhos negativos usam o IM para escrever as suas narrativas. Davis et al. (2012) consideram que a linguagem otimista nas *press releases* estava positivamente associada ao retorno futuro sobre os ativos (ROA). Cho et al. (2010) verificaram que o desempenho ambiental está associado negativamente ao otimismo (consistente com IM) e positivamente associado à certeza.

Ao longo destas informações os investigadores tentaram obter respostas quanto ao uso do tom nas narrativas (relatórios anuais, relatórios integrados, relatórios de RSE, cartas do CEO, cartas do presidente, comunicados à imprensa, entre outros), obtendo várias conclusões através da análise dos estudos referidos. Com a análise dos estudos sobre os determinantes do tom, os autores tentaram perceber se os gerentes utilizavam o tom como um meio de ofuscação das informações a divulgar nos vários tipos de narrativa. Embora haja sugestões de que o tom possa ser usado para ofuscar o mau desempenho, muitos estudos encontraram pouca ou nenhuma evidência sobre o assunto (Sydserff & Weetman, 2002; Yuthas et al., 2002). Podemos mencionar que existe um *gap* sobre a investigação do tom, pois os autores defendem diferentes conclusões e existe poucos estudos sobre o tema. De acordo com Cornut et al. (2012) o tom é apenas um elemento possível das regras ou convenções de um gênero, isto é, pode ser transmitido através de movimentos retóricos, postura ou uma variedade de outras características textuais. A utilização do tom pode criar influência sobre a interpretação das informações divulgadas, criando impacto sobre os efeitos económicos das divulgações.

2.3.4. Desenvolvimento da hipótese de investigação

As empresas divulgam cada vez mais informações sobre o desempenho da organização a investidores externos. Essa divulgação é efetuada através de relatórios financeiros. Atualmente, os mercados são globalizados e isso leva a uma expansão crescente do crescimento das empresas. No entanto, essa globalização significou um aumento da concorrência e a criação de novas leis pelos governos. Por outro lado, os investidores externos exigem mais informações sobre as empresas (Galvão, 2015), pois devido às falhas corporativas que ocorreram no passado, a confiança foi quebrada entre pessoas internas e externas às empresas.

A fim de combater essa falta de confiança por parte dos investidores, as empresas entenderam que seria necessário divulgar mais informações para melhorar a sua imagem e serem mais transparentes. Considerando que as divulgações financeiras são altamente regulamentadas, aquelas que não pertencem aos requisitos são consideradas divulgações voluntárias (De Villiers & Marques, 2016).

As empresas fornecem voluntariamente essas informações por dois motivos: (i) garantir acesso contínuo a recursos (isto é, capital, suporte do cliente, entre outros); e (ii) fornecer informações adicionais que permitam aos participantes do mercado de capitais avaliar com precisão as perspectivas financeiras e os perfis de risco da empresa (Moser & Martin, 2012). Conforme as informações exigidas pelas entidades reguladoras ou pelos investidores externos, podemos verificar que existe um *gap* sobre a utilização do tom na divulgação das narrativas. A utilização do tom pode levar à dificuldade ou facilidade na compreensão das informações divulgadas nos relatórios exigidos pelas entidades reguladoras, criando impacto sobre os efeitos económicos das divulgações das narrativas.

De acordo com Yeldar (2012), de entre as diferentes divulgações, os investidores e analistas que são participantes do mercado de capitais prestam mais atenção às divulgações dos relatórios de responsabilidade social corporativa (RSE). A evidência empírica vincula a divulgação da RSE com resultados positivos através da redução do custo de capital próprio e da maior precisão da previsão do analista (Dhaliwal et al., 2011, 2012).

Seguindo a revisão da literatura pretendemos analisar as narrativas sobre o risco no preço das cotações das ações. Iremos nos concentrar nos preços das ações por dois motivos: (i) incorporam uma avaliação de mercado; e (ii) fornecem uma taxa de desconto apropriada

que reflete o risco inerente ao esperado fluxo de caixa (ou seja, custo de capital) (De Villiers & Marques, 2016). Assim, os preços de ações fornecem informações abrangentes sobre o mercado em uma única medida, incorporando mais conteúdo informativo do custo de capital, e, portanto, escolhemos uma medida (preço da ação) que incorpora a visão do mercado.

Segundo De Villiers e Marques (2016) os interessados em compreender as informações divulgadas nos relatórios narrativos são: (i) os participantes do mercado de capitais (informam a tomada de decisões sobre os investimentos); (ii) os gerentes (interessados nas vantagens que provêm da divulgação voluntária); e (iii) os reguladores (os gestores irão agir de acordo com as oportunidades e daí, os reguladores poderão considerar a implementação de um regulamento a divulgar).

De acordo com Healy e Palepu (2001), espera-se que os gerentes divulguem informações que possam influenciar positivamente o desempenho financeiro da empresa através do mecanismo de provar que as informações transmitidas aos investidores irão reavaliar o fluxo de caixa e/ou risco esperado da empresa. Por outro lado, os gerentes devem fornecer informações adicionais sobre informações negativas da empresa para garantir que os investidores não exageram no fluxo de caixa e nas implicações de risco ao tomar decisões de investimento (De Villiers & Van Staden, 2011). De Villiers e Marques (2016) reforçam a ideia de que ao fornecer aos investidores as informações necessárias para reavaliar o fluxo de caixa e o risco futuro, as informações adicionais permitem que as empresas reduzam a assimetria de informação e evitem a seleção adversa.

Moser e Martin (2012) mencionam que as divulgações adicionais e voluntárias visam legitimar a empresa aos olhos dos utilizadores/interessados. De acordo com as características sobre o país e a empresa, as empresas podem ou não divulgar mais informações, levando os investidores a esperar níveis elevados de divulgação, pois existe uma maior necessidade de legitimar essas informações em setores sensíveis. As empresas ao não divulgarem certas informações ou ao não corresponder à expectativa de informação é considerada como suspeita de tentar ocultar informações relevantes na avaliação/decisão do preço das ações.

Assim sendo, podemos perceber que o uso do tom pode ser utilizado para manipular ou ofuscar certas informações que no futuro poderão influenciar a decisão dos participantes do mercado de capitais. Visto que De Villiers e Marques (2016) reforçam a ideia de que a

ocultação ou omissão de certas informações nas narrativas influenciam a tomada de decisão sobre o preço das ações, a nossa hipótese será a seguinte:

H1: O preço das cotações das ações é influenciado pelo tom utilizado nas divulgações das narrativas sobre o risco?

3. Metodologia

3.1. Definição da amostra

Para executar este estudo, optamos por analisar uma população de empresas com valores mobiliários admitidos à negociação no mercado de capitais regulamentado pela *Euronext Lisbon* no período temporal de 2018.

Com o objetivo de averiguar se o preço das ações é influenciado pelo tom do discurso das divulgações narrativas relativas ao risco, foi extraído um conjunto de informações qualitativas da amostra analisada. Para o efeito, apenas foram consideradas as empresas portuguesas com valores cotados não financeiros, com referências de risco e gestão publicados no Relatório de Gestão, Anexo e Relatório do Governo das Sociedades no ano de 2018. De todas as empresas consideradas no mercado de capitais foram excluídas as empresas financeiras e as sociedades anónimas desportiva, bem como empresas sem informação disponível. As mesmas foram excluídas devido ao facto de apresentarem modelos de negócio com riscos específicos e por apresentarem informação de risco e gestão com ciclo económico diferente.

Na seleção da amostra constatamos que o setor de atividade mais predominante no mercado de capitais era o setor de serviços. No entanto, verificamos que existem várias empresas de construção e transformação, bem como empresas de fornecimento de eletricidade e gás. A amostra final engloba um total de 34 empresas não financeiras a 31 de dezembro de 2018.

3.2. Definição da variável independente

Após a definição da amostra, a recolha de dados foi realizada através de três fases. Numa primeira fase, retiramos todos os relatórios necessários dos sites das empresas e selecionamos as secções que, dentro do Relatório e Contas, continha informação sobre o risco (nomeadamente análise das contas consolidadas). Para o efeito, foram selecionadas as secções do relatório de gestão, anexo e relatório do governo das sociedades que abordam temas de risco e gestão de risco. No relatório de gestão e no anexo, as secções selecionadas foram aquelas que tinham como designação “Gestão de Risco” e/ou “Risco”. Por sua vez, no relatório do governo das sociedades a secção selecionada foi “Controlo Interno e Gestão de Risco”. Na segunda fase, as informações recolhidas foram transcritas

para o *software Microsoft Word*, onde foram formatados para eliminar os gráficos, imagens e/ou tabelas. Posteriormente, todos os relatórios e contas foram sujeitos a uma análise de conteúdo, pois é o método mais utilizado em análises da mesma natureza do presente estudo, sendo que, os textos foram introduzidos num programa informático.

A análise de conteúdo além de uma metodologia de investigação é também utilizada para interpretar o conteúdo dos documentos e mensagens que não são compreendidas numa leitura inicial, e permite retirar conclusões das características do relato de informação (Jones & Shoemaker, 1994; Moraes, 1999). Assim, a análise de conteúdo (manual e computadorizada) auxiliou na quantificação e na qualificação da informação das narrativas divulgadas sobre o risco nos relatórios anuais.

Definimos o tom do discurso da secção de gestão de risco dos relatórios e contas anuais como sendo a nossa variável independente. Esta variável foi medida através do programa informático DICTION. O programa DICTION é um programa de análise de texto que tem como função determinar o tom de uma mensagem verbal. O mesmo produz relatórios sobre os textos que processa e também grava os resultados em arquivos numéricos para posterior análise estatística. O programa gera resultados que incluem totais brutos, pontuações padronizadas, contagem de palavras e percentagens, proporcionando assim ao utilizador uma variedade de alternativas para compreender o texto que eles processaram.

Hart (2001) refere que a utilização do DICTON produz cinco níveis de tom: atividade, otimismo, certeza, realismo e semelhança. O autor considera que os elementos referidos são os elementos mais importantes do tom pois consegue simplificar a compreensão mais robusta de uma determinada passagem do texto. Patelli e Pedrini (2015) mencionam que são poucos os estudos que utilizam o programa DICTION para analisar os resultados empíricos (Davis et al, 2012; Henry, 2008; Sydserff & Weetman, 2002; Yuthas et al., 2002). Por norma, o DICTION é utilizado em pesquisas empíricas relacionadas com a área da contabilidade pois permite examinar as narrativas (Bligh & Hess, 2007; Yuthas et al., 2002).

3.2.1. Atividade

O aparecimento da palavra atividade ocorreu num estudo realizado pelos autores Osgood et al. (1957). Os autores constatam que na definição da palavra quotidiano, a maioria dos conceitos encontrados detêm um significado conotativo e o mesmo, pode ser localizado dentro de uma estrutura cognitiva (espaço semântico) de três fatores: avaliação,

potencialidade e atividade. Com base nesse estudo, Hart et al. (2013) estendem a dimensão da atividade a um tom e sugerem que o conceito de atividade possa referir movimento, mudança, implementação de ideias, prevenção de inatividade e por último, ajuda a distinguir textos.

3.2.2. Otimismo

A definição do conceito otimismo está presente no estudo realizado por Barber (1992). O autor ao definir otimismo identificou duas dimensões: (i) passividade à atividade e (ii) efeito positivo/negativo. O efeito positivo/negativo fornece uma visão crítica sobre o carácter profissional de um líder, ou seja, se o indivíduo enfrenta o seu trabalho no quotidiano com otimismo/pessimismo, esperança/ceticismo e/ou com felicidade/tristeza. Associado ao otimismo está a positividade. Fisher et al. (2019) mencionam que a positividade é um dos elementos de tom mais analisados na literatura contabilística.

3.2.3. Certeza

Haney (1992) define a certeza como sendo a atitude daqueles que não sabem o que estão a abstrair e, portanto, assumem que o que dizem ou sabem é absoluto, definitivo, completo, certo, positivo e final. Hart et al. (2013) acrescentam que a certeza sugere resolução, inflexibilidade e uma tendência para falar, indicando uma linguagem ilegítima em relação ao contexto externo (Patelli & Pedrini, 2015).

3.2.4. Realismo

Patelli e Pedrini (2015) mencionam que o realismo é o inverso da complexidade da linguagem, pois é baseado na tradição filosófica do pragmatismo, ou seja, o realismo enfatiza a aplicação prática de ideias, agindo sobre elas para testá-las nas experiências humanas (Guttek, 2014). O realismo é representado pela linguagem que descreve assuntos tangíveis, imediatos e reconhecíveis que afetam o quotidiano das pessoas (Hart et al., 2013).

3.2.5. Semelhança

Hart et al. (2013) sugerem que o último elemento do tom alude os valores acordados de um grupo e rejeita outros modos da sociedade. Este elemento, segundo Etzioni (2015) é baseado numa filosofia em que as crenças sobre os direitos eram invioláveis.

3.3. Modelo econométrico

Para testar a nossa hipótese foi utilizado um modelo de Ohlson (1995) modificado para medir a relação entre o tom do discurso da secção de gestão de risco nos relatório e contas de 2018 e o preço de cotação da ação. Recorremos a um modelo de preço, pois, diferentemente dos modelos de retorno, produz estimativas graças à sua especificação (Kothari & Zimmerman, 1995). Na utilização do modelo de Ohlson (1995) consideramos que o preço das ações seja determinado pelos ganhos, valor contabilístico, variáveis de interesse e variáveis de controlo. Assim, o nosso modelo é o seguinte:

$$P_i = \beta_0 + \beta_1 BV_pS_i + \beta_2 EPS_i + \beta_3 Tom_i + \beta_4 Size_i + \beta_5 Leverage_i + \beta_6 Loss_i + \beta_7 Setor\ de\ atividade_i + \mu_i$$

onde P é o preço da cotação da ação, e BV_pS e EPS denotam o valor contabilístico e o lucro por ação, respetivamente. Caso os coeficientes β_1 e β_2 sejam diferentes de zero, podemos concluir que os números contabilísticos aos quais eles se relacionam são relevantes para o valor. Essa associação estatística comprova a sua qualidade na medida em que representam uma parte consistente do conjunto de informações em que os investidores confiam para tomar as suas decisões (Cortesi & Venay, 2019). De Villiers e Marques (2016) mencionam que o modelo de Ohlson (1995) assume que o preço de ação está positivamente associado ao valor contabilístico por ação, bem como com o valor do lucro por ação, pois ambos indicam dividendos futuros. Ao modelo de Ohlson podemos adicionar variáveis de controlo que permitem compreender melhor a relação entre as principais variáveis que estão a ser testadas na investigação. A variável de controlo é o elemento que se mantém e é inalterável durante o teste da hipótese, e não é considerada uma preocupação primordial no resultado. Qualquer mudança de uma variável de controlo pode invalidar a correlação da variável dependente para a variável independente, desviando, assim, os resultados. Por exemplo, em estudos realizados por Aboody et al. (2004) e Hann et al. (2007) podemos verificar que existem variáveis de controlo, nomeadamente a previsão de crescimento de analistas ou o crescimento nas vendas, as despesas de pesquisa e desenvolvimento e o número de funcionários.

Seguindo os exemplos anteriores de adição de variáveis de controlo apropriados ao problema sob investigação, identificamos três variáveis de controlo: tom, size (dimensão)

e *leverage* (endividamento). As variáveis dimensão e endividamento podem ter um efeito mais significativo no preço das ações das empresas durante um período de crise financeira e, além disso, as empresas de seguros e bancos têm diferentes características de rácio financeiro em comparação com outras empresas (De Klerk et al., 2015).

A variável tom foi medida através do programa DICTION que origina cinco medidas de tom (atividade, otimismo, certeza, realismo e semelhança). Estudos como Hart et al. (2013), Fisher et al. (2019) e Patelli e Pedrini (2015) avaliam esta variável através do DICTION. A variável *size* pode ser definida através do total do ativo, capital social, volume de negócios, número de acionistas, entre outros (Cooke, 1992). No presente estudo a variável dimensão foi mensurada através do total de ativo corroborando outros estudos que optam pela mesma variável (Linsley & Shirves, 2006; Merkl-Davies et al., 2011). Por sua vez, a variável *leverage* foi determinada através do rácio de endividamento que é obtido através do quociente total do passivo sobre o total do ativo. Esta forma de cálculo foi utilizada em outros estudos, tais como: Abraham e Cox (2007), Deumes e Knechel (2008) e Hassan (2009).

Para além das variáveis de controlo, incluímos duas variáveis *dummy*, *loss* (perdas) e setor de atividade (Tabela 8). As variáveis *dummy* são variáveis binárias criadas para representar uma variável com duas ou mais categorias. A utilização da variável permite captar a diferença do valor esperado entre as categorias, ou seja, o coeficiente (β) do modelo será o valor médio que determinada categoria representa (Ryu, 2019). A variável *loss* foi mensurada através de uma variável *dummy* que assume o valor 1 se a empresa apresentar casos de perdas e o valor 0 se a empresa não apresentar casos de perdas. De forma semelhante, a variável setor de atividade foi medida através de uma variável *dummy* que assume o valor 1 se a empresa for industrial e o valor 0 em caso contrário.

Finalmente, para manter uma abordagem multinacional e garantir a heteroscedasticidade, analisamos os resíduos. Os resíduos podem revelar padrões indesejados, indicando que os resultados enviesados são mais eficazes que os números. Os resíduos podem ser medidos através da diferença entre o valor observado e o valor ajustado.

Tabela 8: Mensuração das variáveis

Variáveis	Mensuração
Tom	5 níveis do tom
Size	Total do ativo em milhões
Leverage	Rácio do endividamento = Total passivo/Total do ativo
Loss	<i>Dummy</i> (1 em caso de perda e 0 em caso contrário)
Setor de atividade	<i>Dummy</i> (1 em caso de industrial e 0 em caso contrário)

4. Resultados

4.1. Estatísticas descritivas

A Tabela 9 fornece as estatísticas descritivas com especificação do preço das cotações das ações. Em média, o preço das ações da amostra é de 3,87€. O preço máximo das ações é de 14,52€ e o mínimo é de 0,01€. O valor contábilístico médio por ação é de 2,68€, com um máximo de 11,04€ e um mínimo de -0,16€. O lucro médio por ação das empresas da amostra é de 0,33€, com um máximo de 2,72€ e um mínimo de -0,91€.

Da amostra podemos verificar que as empresas têm em média um total de ativos de 13,50€ M, bem como um máximo de 17,52€ M e um mínimo de 9,63€ M. Por sua vez, as empresas apresentam uma média de 35,06% de endividamento, com um máximo de 71,88% (empresas apresentam uma situação estável) significando que 28,12% é financiado pelo património líquido dos acionistas.

Na variável tom podemos verificar que a média mais elevada está presente no nível da certeza, com 55,05 número de palavras e a média mais baixa encontra-se no nível do realismo, com 30,53 número de palavras. Por sua vez, podemos verificar que o tom menos frequente é o realismo, com 29,01 número de palavras e o tom mais frequente é a certeza, com 61,15 número de palavras.

Tabela 9: Estatísticas descritivas

Descrição	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
P	34	0,01	14,52	3,87	4,42
BV_pS	34	-0,16	11,04	2,68	2,71
EPS	34	-0,91	2,72	0,33	0,62
Ln_Total do Ativo	34	9,63	17,52	13,50	1,82
Endividamento	34	0,00	71,88	35,06	17,41
Tom:					
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

A Tabela 10 mostra o tom nos diferentes tipos de relatórios, nomeadamente o governo das sociedades, as notas e o relatório de gestão. A variável tom apresenta cinco níveis e através de uma análise descritiva, conseguimos identificar qual o tom existente ou predominante em cada relatório.

A medida atividade é predominante no governo das sociedades (média igual a 47,58 número de palavras). A medida otimismo é frequente nas notas (média igual 48,81 número de palavras). A medida certeza é predominante no governo das sociedades (média igual 55,65 número de palavras). Por sua vez, a medida realismo é frequente nas notas (média igual 31,28 número de palavras) e a medida da semelhança é nas notas (média igual a 49,70 número de palavras).

Ao analisar as médias conseguimos verificar que as medidas tonais da nossa amostra são frequentes nas notas e no governo das sociedades, encontrando-se o menor número de palavras no relatório de gestão. A menor presença das medidas tonais pode ser justificada através da diminuição da amostra (19 empresas), pois existe empresas que não têm uma secção dedicada ao risco.

Numa análise aos diferentes tipos de relatórios conseguimos identificar que no governo das sociedades, nas notas e no relatório de gestão a medida tonal mais frequente é a certeza e a menos frequente é o realismo.

Numa linha mais direcionada para os tipos de relatório, efetuamos um teste adicional para perceber se o tom é diferente ao longo dos três relatórios.

Ao realizar o teste Kruskal-Wallis conseguimos verificar que nenhum dos testes indicou que existem diferenças estatisticamente significativas. No entanto, as medidas tonais atividade e realismo são consideradas diferenças estatisticamente significativas para um *p-value* < 0,01.

Tabela 10: Diferenças de médias do tom nos diferentes tipos de relatórios

Descrição	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
Governo das Sociedades:					
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
Notas:					
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
Relatório de Gestão:					
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
Teste Kruskal-Wallis:		Estatística de teste - Qui-Quadrado			
Activity		15,018***			
Optimism		3,33			
Certainty		1,353			
Realism		35,355***			
Commonality		4,941			

Diferenças estatisticamente significativas a nível de ***0,01; **0,05 (bilateral)

4.2. Correlação

Na análise do modelo econométrico, foi utilizada uma relação linear entre duas variáveis contínuas ou ordinária, pois as variáveis apresentadas no modelo não seguem uma distribuição normal. Para aferir se as variáveis são ou não estatisticamente significativas, procedemos à correlação de Pearson e Spearman, conforme a Tabela 11.

Ao analisar a correlação de Pearson podemos verificar que existe uma correlação estatisticamente positiva ($p\text{-value} < 0,01$) entre as seguintes variáveis: o preço da ação e o valor contabilístico por ação; o preço da ação e o lucro por ação; e o preço da ação e a dimensão da empresa. Contudo, a correlação de Spearman demonstra que existe uma correlação negativa estatisticamente significativa ($p\text{-value} < 0,05$) entre o preço da ação e a variável *loss*.

Ao analisarmos a correlação existente entre o preço das ações e qualquer uma das cinco medidas do tom, verificamos que não existe uma correlação estatisticamente significativa (correlação positiva desprezível), não suportando a hipótese 1.

Tabela 11: Matriz de correlações

Descrição	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
<i>Correlação de Pearson (variáveis contínuas)</i>												
(1) P	1,00											
(2) BV_pS	0,72 **	1,00										
(3) EPS	0,71 **	0,62 **	1,00									
(4) Ln_Total do Ativo	0,48 **	0,22	0,21	1,00								
(5) Endividamento	-0,29	-0,32	-0,13	-0,08	1,00							
(6) Activity	0,01	0,15	0,05	-0,19	0,08	1,00						
(7) Optimism	0,09	0,05	-0,15	-0,10	-0,04	0,59 **	1,00					
(8) Certainty	0,12	-0,11	-0,02	0,26	-0,14	-0,06	0,23	1,00				
(9) Realism	0,07	0,25	-0,13	0,21	-0,12	0,13	0,03	-0,31	1,00			
(10) Commonality	0,19	0,19	-0,02	0,32	-0,19	0,16	0,07	-0,12	0,84 **	1,00		
<i>Correlação de Spearman (variáveis categóricas)</i>												
(11) Loss	-0,36 *	-,330	-,336	-,040	-,040	,022	-,019	-,015	-,034	,068	1,00	
(12) Sector de atividade	-,118	-,126	-,047	-,338	-,338	-0,4 *	,079	-,094	-,055	-,094	-,112	1,00
Correlação significativa a um nível de **0,01; *0,05 (bilateral)												

4.3. Regressão

Recorremos à análise de regressão para obter a confirmação ou não da hipótese formulada, utilizando o modelo dos mínimos quadrados. Os pressupostos do modelo foram verificados quanto a *outliers*, autocorrelação e multicolinearidade, sendo que a Tabela 12 apresenta os resultados do modelo de regressão utilizado.

Para testar a *outliers* foi efetuado uma análise e eliminação de valores atípicos (observação que apresenta um grande afastamento ou observação que é inconsistente). Para testar a existência de multicolinearidade foram calculados os VIF's (Value Inflated Factors). Todos os VIF's apresentam valores inferiores a 4 revelando que o problema da multicolinearidade é mínimo. Para testar os níveis de autocorrelação foi utilizada a estatística de Durbin-Watson, apresentando valores (modelo 1 = 1,80; modelo 2 = 1,65; modelo 3 = 1,73; modelo 4 = 1,75; modelo 5 = 1,81; modelo 6 = 1,56) que sugerem que o problema de autocorrelação é mínimo.

A Tabela 12 demonstra que os modelos de regressão são válidos em termos globais, indicando que são estatisticamente significativos para explicar o preço de cotação das ações (F do modelo 1 = 9,85; F do modelo 2 = 11,39; F do modelo 3 = 9,73; F do modelo 4 = 9,55; F do modelo 5 = 9,65; F do modelo 6 = 6,78, com *p-value* < 0,01). A obtenção de R² ajustado de 0,68, no modelo 1, de 0,72, no modelo 2, de 0,68, no modelo 3, de 0,67, no modelo 4, de 0,68, no modelo 5 e de 0,68, no modelo 6 comprova que o poder explicativo das variáveis independentes na variação do preço de cotação das ações é de 68,00%, 72,00%, 68,00%, 67,00%, 68,00% e de 68,00%, respetivamente.

Seguindo o modelo de Ohlson (1995), esperamos que o valor contabilístico e o lucro sejam positivos e significativamente associado com o preço das ações. O preço de cotação está associado positivamente com o valor contabilístico e o lucro por ação, pois os coeficientes apresentam valores estatisticamente significativos (*p-value* < 0,01; *p-value* < 0,05; *p-value* < 0,1). Também podemos denotar que o preço das ações é influenciado pela dimensão pois exibe uma relação positiva e estatisticamente significativa (*p-value* < 0,01 e *p-value* < 0,05). No que diz respeito a estas variáveis podemos deduzir que o preço das ações das empresas cotadas varia de acordo com o valor contabilístico, o lucro e a dimensão de cada empresa.

Os dados apresentam uma associação positiva estatisticamente significativa (p -value < 0,05) entre o preço de ação e a medida tonal otimismo. Ou seja, a hipótese 1 “O preço das cotações das ações é influenciado pelo tom utilizado nas divulgações das narrativas sobre o risco?” é suportada. Portanto, as empresas que utilizam um tom de otimismo sobre o risco influenciam o preço das ações, nomeadamente através do aumento do preço das ações.

Tabela 12: Modelo de regressão sobre os efeitos do tom do discurso no preço de cotação

Descrição	Variável dependente: preço de cotação						
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	
Constante	-43,97	-75,99 **	-15,54 *	-9,07	-25,98	-83,66	
BV_pS	0,51 **	0,42 *	0,58 **	0,57 **	0,53 **	0,48	
EPS	2,53 **	3,02 ***	2,56 **	2,50 **	2,66 ***	3,05 **	
Tom							
<i>Activity</i>	0,68					-0,96	
<i>Optimism</i>		1,35 ††				1,86 †	
<i>Certainty</i>			0,10			-0,04	
<i>Realism</i>				-0,05		-0,28	
<i>Commonality</i>					0,31	0,82	
Ln_Total do ativo	0,99 ***	0,91 ***	0,84 ***	0,90 ***	0,87 ***	0,76 **	
Endividamento	-0,03	-0,03	-0,02	-0,03	-0,03	-0,01	
Loss	-1,12	-1,54	-1,07	-1,08	-1,04	-1,55	
EPS*Loss_2	1,39	3,48	1,08	1,21	1,28	3,49	
Sector de atividade	2,25	1,50	1,67	1,69	1,93	0,85	
Ajustamento do Modelo:							
R ²	0,76	0,78	0,76	0,75	0,76	0,79	
R ² Ajustado	0,68	0,72	0,68	0,67	0,68	0,68	
Estatística F	9,85 ***	11,39 ***	9,73 ***	9,55 ***	9,65 ***	6,78 ***	
Durbin-Watson	1,80	1,65	1,73	1,75	1,81	1,56	
VIF	< 2,18	< 2,27	< 2,19	< 2,51	< 2,13	< 4,92	
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)							

A Tabela 13 demonstra os efeitos do tom do discurso no preço de cotação por tipo de relatório. Os resultados indicam que o tom utilizado no discurso influencia o preço de cotação em apenas um relatório: governo das sociedades. Através do painel A podemos verificar que existe uma associação positiva estatisticamente significativa ($p\text{-value} < 0,05$) entre o preço da ação e a medida tonal otimismo.

Através da análise da regressão e dos testes adicionais conseguimos apurar que o preço das ações é influenciado pelo tom utilizado nas divulgações das narrativas sobre o risco, através da utilização da medida tonal otimismo e é predominante no relatório do governo das sociedades.

Tabela 13: Modelo de regressão sobre os efeitos do tom do discurso no preço de cotação por tipo de relatório

Descrição	Variável dependente: preço de cotação					
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
<i>Painel A: Governo das Sociedades</i>						
Contante	31,03	-40,86 ***	-16,96 ***	-10,23	-10,75	41,00
BV_pS	0,57 **	0,46 **	0,53 **	0,56 **	0,55 **	0,37
EPS	2,47 **	2,78 ***	2,69 ***	2,55 **	2,58 **	2,97 ***
Tom						
<i>Activity</i>	-0,87					-1,99
<i>Optimism</i>		0,61 ††				0,58 ††
<i>Certainty</i>			0,12			0,03
<i>Realism</i>				-0,01		0,18
<i>Commonality</i>					0,00	0,18
Ln_Total do Ativo	0,90 ***	0,98 ***	0,85 ***	0,90 ***	0,89 ***	0,91 ***
Endividamento	-0,03	-0,03	-0,01	-0,03	-0,03	-0,03
Loss	-1,06	-1,38	-1,36	-1,08	-1,08	-1,37
EPS*Loss	1,10	2,44	1,53	1,29	1,35	2,63
Sector de atividade	1,44	1,84	1,73	1,74	1,76	1,55
Ajustamento do Modelo:						
R ²	,759	,797	,773	,753	,753	,812
R ² Ajustado	,682	,732	,700	,674	,674	,705
Estatística F	9,836 ***	12,282 ***	10,622 ***	9,534 ***	9,532 ***	7,571 ***
Durbin-Watson	1,754	1,709	1,763	1,765	1,768	1,709
VIF	<2,19	<2,153	<2,091	<2,617	<2,269	<10,593

Tabela 13: Modelo de regressão sobre os efeitos do tom do discurso no preço de cotação por tipo de relatório (continuação)

Descrição	Variável dependente: preço de cotação					
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
<i>Painel B: Notas</i>						
Contante	-28,01	30,15	-8,62	-4,78	-44,08	-25,42
BV_pS	0,50 **	0,66 **	0,52 **	0,59 **	0,59 **	0,59 *
EPS	2,53 **	2,21 **	2,61 ***	2,33 **	2,54 **	1,96 *
Tom						
<i>Activity</i>	0,34					0,47
<i>Optimism</i>		-0,83				-0,73
<i>Certainty</i>			-0,04			-0,12
<i>Realism</i>				-0,20		-0,23
<i>Commonality</i>					0,67	0,79
Ln_Total do Ativo	0,99 ***	0,89 ***	0,92 ***	0,92 ***	0,90 ***	1,12 **
Endividamento	-0,03	-0,02	-0,02	-0,03	-0,03	-0,02
Loss	-1,18	-0,88	-1,29	-1,10	-1,02	-1,60
EPS*Loss	1,38	-0,30	1,73	1,12	0,90	0,25
Sector de atividade	2,15	1,22	1,79	1,61	1,98	1,97
Ajustamento do Modelo:						
R ²	,760	,760	,755	,758	,762	,789
R ² Ajustado	,684	,683	,676	,680	,686	,668
Estatística F	9,910 ***	9,874 ***	9,609 ***	9,776 ***	9,999 ***	6,526 ***
Durbin-Watson	1,840	1,827	1,811	1,663	1,761	1,860
VIF	<2,208	<2,843	<2,337	<2,205	<2,164	<3,162

Tabela 13: Modelo de regressão sobre os efeitos do tom do discurso no preço de cotação por tipo de relatório (continuação)

Descrição	Variável dependente: preço de cotação					
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
<i>Painel C: Relatório de Gestão</i>						
Contante	-42,16	-11,94	-0,23	-4,03	-9,97	-65,92
BV_pS	1,00 **	0,92 *	0,86 *	0,73	0,80	0,60
EPS	1,17	2,31	2,39	3,06	2,80	2,22
Tom						
<i>Activity</i>	0,75					0,93
<i>Optimism</i>		0,23				0,55
<i>Certainty</i>			-0,04			-0,09
<i>Realism</i>				0,10		0,43
<i>Commonality</i>					0,18	-0,40
Ln_Total do Ativo	0,47	0,11	0,22	0,10	0,11	0,55
Endividamento	-0,01	0,02	0,01	0,01	0,02	-0,03
Loss	-0,14	-0,86	-0,51	-0,92	-0,83	-0,26
EPS*Loss	-6,42	-3,72	-3,19	-1,79	-3,21	-2,67
Sector de atividade	1,87	-0,06	0,61	0,44	0,27	2,04
Ajustamento do Modelo:						
R ²	,778	,754	,754	,755	,754	,798
R ² Ajustado	,600	,558	,558	,559	,557	,393
Estatística F	4,382 **	,754 **	3,842 **	3,851 **	3,830 **	1,972
Durbin-Watson	1,655	1,850	1,884	1,926	1,845	1,908
VIF	<4,689	<5,233	<4,409	<9,283	<6,238	<14,069
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)						

5. Conclusões

O estudo analisou a divulgação de risco por parte das empresas portuguesas não financeiras cotadas em bolsa no ano de 2018. Recolhidos os relatórios e contas destas empresas foram analisados o Relatório de Gestão, as Notas e Relatório do Governo das Sociedades e a sua interação com as estratégias de *Impression Management*: o tom do discurso. Com base na análise de conteúdo efetuado aos relatórios e contas das empresas obtivemos dados que nos ajudaram a verificar se o preço das ações era influenciado pelo tom utilizado no discurso das narrativas. Para averiguar essa ligação utilizámos o programa informático DICTION.

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

Os resultados do modelo de regressão utilizado demonstram que as variáveis valor contabilístico, lucro e dimensão influenciam positivamente o preço das ações. Em resposta à nossa hipótese, os resultados do modelo de regressão confirmam que existe uma ligação positiva entre o preço das ações e o tom do discurso utilizado na divulgação das narrativas. O modelo demonstrou que das cinco medidas tonais, apenas a medida tonal otimismo influencia o preço das ações.

Segundo Patelli e Pedrini (2015) na literatura contabilística, a medida tonal otimismo presente nas narrativas tem sido considerada uma forma de gestão de impressões. De acordo com a teoria do IM, os CEO's utilizam as narrativas corporativas para influenciar as expectativas dos investidores em vez de fielmente comunicar os resultados de desempenho (Bowen et al., 2005). Da mesma forma, a utilização de relatórios financeiros com teor agressivo visa distorcer os números contabilísticos para representar um resultado mais favorável da situação financeira. Clatworthy e Jones (2003) explicam que a gestão de impressões nas narrativas é alcançada através de um tom otimista que ofusca as falhas e enfatiza os sucessos.

No estudo realizado por Merkl-Davies e Brennan (2007), os autores confirmam que são vários os estudos que usam uma abordagem otimista como um *proxy* para a gestão de impressões. Por exemplo, Yuthas et al. (2002) discutem a relação entre os indicadores do DICTION e os princípios da ética, ou seja, o otimismo é particularmente relevante para avaliar a verdade e sinceridade dos princípios contabilísticos utilizados nos relatórios. Os

autores argumentam que o otimismo pode sinalizar lapsos éticos. Patelli e Pedrini (2014) concluem que um tom otimista nas cartas do CEO publicadas durante uma crise é sincera com base na sua congruência atual e no desempenho financeiro futuro.

O relatório de gestão dos três documentos analisados é o documento em que existe uma maior dificuldade de compreensão. No entanto, o relatório do governo das sociedades é o relatório em que existe uma maior divulgação (Martins, 2015), devido às alterações existentes no normativo da CMVM, que por sua vez, alterou os requisitos obrigatórios no relatório do governo das sociedades.

Os resultados e conclusões obtidas neste trabalho devem ter em conta as limitações que nos foram colocadas ao longo desta análise. Em primeiro lugar deve ser tida em conta a dimensão da amostra, que pode não ser representativa da população, uma vez que a amostra é de 34 empresas. Uma segunda limitação prende-se com o facto de apenas ser analisado um ano, justificado pelo tempo disponível para execução do estudo. Durante a recolha dos dados, notámos que não existia um padrão de divulgação dos vários tipos de risco, o que também demonstra subjetividade na divulgação de informação sobre o risco, as empresas enquadram os vários tipos de risco da forma que acham mais correta e que pode ser diferente das restantes empresas.

O nosso estudo é um dos primeiros passos na relação entre a divulgação de risco e as estratégias de IM e da influência destas na perceção dos seus utilizadores, bem como entre a utilização de IM e o tom do discurso. Dadas as limitações mencionadas seria interessante desenvolver uma nova pesquisa com uma abrangência superior no número de anos selecionados, bem como atualizar a literatura com investigações mais recentes

6. Referências bibliográficas

- Aboody, D., Barth, M. E., & Kasznik, R. (2004). SFAS No123 stock-based compensation expense and equity market values. *Accounting Review*, 79(2), 251–275. Obtido de www.jstor.org/stable/3203244
- 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. doi: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. Obtido de <http://dx.doi.org/10.1016/j.bar.2013.10.002>
- Abrahamson, E., & Amir, E. (1996). The information content of the president's letter to shareholders. *Journal of Business Finance and Accounting*, 23(8), 1157-1182. doi:10.1111/j.1468-5957.1996.tb01163.x
- Abrahamson, E., & Park, C. (1994). Concealment of negative organizational outcomes: An agency theory perspective. *Academy of Management Journal*, 37(5), 1302-1334.
- Adelberg, A. H. (1979). Narrative disclosures contained in financial reports: Means of communication or manipulation. *Accounting and Business Research*, 10, 179-189.
- Aerts, W. (2001). Inertia in the attributional content of annual accounting narratives. *European Accounting Review*, 10(1), 3-32.
- Aerts, W., & Tarca, A. (2010). Financial performance explanations and institutional setting. *Accounting and Business Research*, 40(5), 421-450. doi:10.1080/00014788.2010.9995322
- Alcarva, P. (2011). *A Banca e a PME - Como gerir com eficiência o relacionamento entre as PME e a Banca*. Porto: Vida Económica.
- Almeida, A. B. (2014). *Realidades e desafios na gestão de riscos: diálogo entre ciência e utilizadores*. Coimbra: Imprensa da Universidade de Coimbra. Obtido de [https://digitalis.uc.pt/pt-pt-livro/gestao_do_risco_e_da_incerteza_conceitos_e_filosofia_subjacente](https://digitalis.uc.pt/pt-pt/livro/gestao_do_risco_e_da_incerteza_conceitos_e_filosofia_subjacente)

- Alves, M. (2015). *Estratégias de Impression Management*. Tese de Mestrado, ISCAC. Obtido de http://www.re-activar.pt/wp-content/uploads/Estrat%C3%A9gias-de-Impression-Management_final.pdf
- Azlan, A. (2009). Risk reporting: An exploratory study on risk management disclosure in Malaysian annual reports. *Managerial Auditing Journal*, 24(1), 39–57. Obtido de <https://doi.org/10.1108/02686900910919893>
- Baginski, S. P., Hassell, J. M., & Hillison, W. A. (2000). Voluntary causal disclosures: Tendencies and capital market reaction. *Review of Quantitative Accounting and Finance*, 15(4), 371-389.
- Baginski, S. P., Hassell, J. M., & Kimbrough, M. D. (2004). Why do managers explain their earnings forecasts? *Journal of Accounting Research*, 22(1), 1-29.
- Baird, I. S., & Thomas, H. (1985). Toward a contingency model of strategic risk taking. *Academy of Management Review*, 10(2), 230-243.
- Baker, H. E., & Kare, D. D. (1992). Relationship between annual report readability and corporate financial performance. *Management Research News*, 15(1), 1-4.
- Barber, J. D. (1992). *The Presidential Character: Predicting Performance in the White House* (4 ed.). Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Barros, C. L. (2011). *O relato financeiro das matérias ambientais: o caso do sector metalomecânico e metalurgia e base*. Tese de mestrado, Universidade do Minho. Obtido de <http://repositorium.sdum.uminho.pt/handle/1822/16048>
- Bartlett, S., & Chandler, R. (1997). The corporate report and the private shareholder: Lee and Tweedie twenty years on. *British Accounting Review*, 29 (3), 245-261. doi:10.1006/bare.1996.0044
- Beretta, S., & Bozzolan, S. (2004). A framework for the analysis of firm risk communication. *International Journal of Accounting*, 39(3), 265-288. doi:10.1016/j.intacc.2004.06.006
- Bessis, J. (2015). *Risk Management in Banking* (4 ed.). Nova Iorque: John Wiley & Sons Inc.

- Bligh, M. C., & Hess, G. D. (2007). The power of leading subtly: Alan Greenspan, rhetorical leadership, and monetary policy. *Leadership Quarterly*, 18(2), 87. doi:doi.org/10.1016/j.leaqua.2007.01.001
- Bowen, R. M., Davis, A. K., & Matsumoto, D. A. (2005). Emphasis on pro forma versus GAAP earnings in quarterly press releases: Determinants, SEC intervention and market reactions. *The Accounting Review*, 80(4), 1011-1038.
- Brennan, N. M., Guillamon-Saorin, E., & Pierce, A. (2009). Impression Management: developing and illustrating a scheme of analysis for narrative disclosures - a methodological note. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 22(5), 789-832.
- Brill, D. (1992). Setting the right tone. *Writer's Digest*, 72(9), 32-36.
- Buckby, S., Gallery, G., & Ma, J. (2015). An analysis of risk management disclosures: Australian evidence. *Managerial Auditing Journal*, 30(8-9), 812-869. Obtido de <http://dx.doi.org/10.1108/MAJ-09-2013-0934>
- Caiado, A. (1998). *Gestão Bancária - Conceitos e aplicações*. Lisboa: Editora Internacional.
- Callahan, C., & Soileau, J. (2017). Does Enterprise risk management enhance operating performance? *Advances in Accounting*, 37, 122-139. Obtido de <https://doi.org/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 disclosure in corporate filings. *Review of Accounting Studies*, 19(1), 396-455. doi:10.1007/s11142-013-9258-3
- Cassar, G. (2001). Self-serving behaviour and the voluntary disclosure of capital market performance. *Accounting Research Journal*, 14 (2), 126-137.
- Cassoto, I. C. (2016). Impression Management: Uma Investigação nas Narrativas Textuais das Demonstrações Contábeis Republicadas. *XVII Congresso Nacional de Administração e Contabilidade - AdCont 2016*. Rio de Janeiro.
- Cho, C., Roberts, R., & Patten, D. (2010). The language of US corporate environmental disclosure. *Accounting, Organizations and Society*, 35 (4), 431-443. doi:10.1016/j.aos.2009.10.002

- Cicco, F. (2016). *Entendendo a definição de 'Risco' (de acordo com a ISO 31000:2009)*.
Obtido de iso31000.net: <https://iso31000.net/definicao-de-risco-iso-31000/>
- Clatworthy, M., & Jones, M. J. (2001). The effect of thematic structure on the variability of annual report readability. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 14(3), 311-326. doi:10.1108/09513570110399890
- Clatworthy, M., & Jones, M. J. (2003). Financial reporting of good news and bad news: Evidence from accounting narratives. *Accounting and Business Research*, 33(3), 171-185.
- CMVM. (2018). *Regulamento da CMVM n.º 7/2018 - Deveres da Informação*. Obtido de http://www.cvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Regulamentos/Pages/Reg_7_2018.aspx
- 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. Obtido de <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12294>
- Collier, P. M. (2009). *Fundamentals of risk management of accountants and managers tools & techniques*. Amsterdam; Baston; London: Elsevier/Butterworth-Heinemann.
- Cooke, T. E. (1992). The Impact of Size, Stock Market Listing and Industry Type on Disclosure in the Annual Reports of Japanese Listed Corporations. *Accounting & Business Research*, 22(87), 229-237. doi:10.1080/00014788.1992.9729440
- Cornut, F., Giroux, H., & Langley, A. (2012). The strategic plan as a genre Communication. *Discourse &*, 6 (1), 21-54. doi:10.1177/1750481311432521
- Cortesi, A., & Venay, L. (2019). Disclosure quality under Integrated Reporting: A value relevance approach. *Journal of Cleaner Production*. doi:10.1016/j.jclepro.2019.02.155
- COSO. (2007). *Gerenciamento de riscos corporativos - Estrutura Integrada*. <https://www.coso.org/Documents/COSO-ERM-Executive-Summary-Portuguese.pdf>.

- Courtis, J. (1982). Private shareholder response to corporate annual reports. *Accounting and Finance*, 22(2), 53-72. doi:10.1111/j.1467-629X.1982.tb00036.x
- Courtis, J. K. (1995). Readability of annual reports: Western versus Asian evidence. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 8(2), 4-17. doi:10.1108/09513579510086795
- Courtis, J. K. (1998). Annual report readability variability: tests of the obfuscation hypothesis. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 11(4), 459-472. doi:10.1108/09513579810231457
- Courtis, J. K. (2004). Corporate report obfuscation: artefact or phenomenon? *British Accounting Review*, 36(3), 291-312.
- Craig, R., & Amernic, J. (2018). Are there language markers of hubris in CEO letters to shareholders? *Journal of Business Ethics*, 149(4), 973-986. doi:10.1007/s10551-016-3100-3
- Crouhy, M., Galai, D., & Mark, R. (2006). *The essentials of risk management*. New York: McGrawHill.
- Da Silva, V. L. (2010). Fundamentos do institucionalismo na teoria social de Thorstein Veblen. *Política & Sociedade*, 9(17), 289-323.
- Davis, A., Piger, J., & Sedor, L. (2012). Beyond the numbers: measuring the information content of earnings press release language. *Contemporary Accounting Research*, 29(3), 845-868. doi:10.1111/j.1911-3846.2011.01130.x
- De Klerk, M., De Villiers, C., & Van Staden, C. (2015). The influence of corporate social responsibility disclosure on share prices: Evidence from the United Kingdom. *Pacific Accounting Review*, 27(2), 208-228. doi:10.1108/PAR-05-2013-0047
- De Villiers, C., & Marques, A. (2016). Corporate social responsibility, country-level predispositions, and the consequences of choosing a level of disclosure. *Accounting and Business Research*, 46(2), 167-195. doi:10.1080/00014788.2015.1039476
- De Villiers, C., & Van Staden, C. J. (2011). Where firms choose to disclose voluntary environmental information. *Journal of Accounting and Public Policy*, 30(6), 504-525. doi:10.1016/j.jaccpubpol.2011.03.005

- Deumes, R., & Knechel, W. R. (2008). Economic incentives for voluntary reporting on internal risk management and control systems. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 27(1), 35-66. Obtido de <https://core.ac.uk/download/pdf/6750621.pdf>
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A. H., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary non-financial disclosure and the cost of equity capital: the case of corporate social responsibility. *Accounting Review*, 86(1), 59–100. Obtido de www.jstor.org/stable/29780225
- Dhaliwal, D. S., Radhakrishnan, S., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2012). Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: international evidence on corporate social responsibility disclosure. *Accounting Review*, 87(3), 723–759. Obtido de www.jstor.org/stable/23245628
- 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. Obtido de <http://woodypowell.com/wp-content/uploads/2018/03/DiMaggioPowellThe-Iron-Cage-Revisited1983.pdf>
- Dobler, M., Lajili, K., & Zéghal, D. (2011). Attributes of corporate risk disclosure: An international investigation in the manufacturing sector. *Journal of International Accounting Research*, 10(2), 1-22. doi:10.2308/jiar-10081
- Doff, R. (2008). Defining and measuring business risk in an economic-capital framework. *Journal of Risk Finance*, 9(4), 317-333.
- Donaldson, T., & Preston, L. (1995). The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence and implication. *Academy of Management Review*, 20(1), 65-91.
- Donário, A. A., & Santos, R. B. (2016). *A incerteza e o risco*. Notas de aula de Economia, Universidade Autónoma de Lisboa. Obtido de <https://www.docsity.com/pt/incerteza-e-risco-dentro-da-microeconomia/5133758/>
- Dowling, J., & Pfeffer, J. (1975). Organizational legitimacy: social values and organizational behavior. *The Pacific Sociological Review*, 18, nº1, 122-136.
- DRE. (1992). *Decreto-Lei n.º 298/92*. Obtido de <https://dre.pt/web/guest/pesquisa/-/search/448953/details/normal?l=1>
- DRE. (2017). *Decreto - Lei n.º 89/2017*. Obtido de <https://dre.pt/application/file/a/107773551>

- DRE. (2020). *Código das Sociedades Comerciais - Decreto-lei nº 262/86*. Obtido de <https://dre.pt/legislacao-consolidada/-/lc/34443975/view>
- DuBay, W. (2004). *The Principles of Readability*. Costa Mesa: Impact Information.
- Elshandidy, T., & Neri, L. (2015). Corporate governance, risk reporting practices and market liquidity: comparative evidence from the UK and Italy. *Corporate Governance: An International Review*, 23(4), 331-356.
- Elshandidy, T., Fraser, I., & Hussainey, K. (2013). Aggregated, voluntary, and mandatory risk reporting incentives: Evidence from FTSE all-share. *International Review of Financial Analysis*, 30, 320-333. Obtido de <http://dx.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. Obtido de <http://dx.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. Obtido de <https://doi.org/10.1108/JAAR-07-2016-0066>
- Elshandidy, T., Shrivess, P. J., Bamber, M., & Abraham, S. (2018). Risk reporting: A review of the literature and implications for future research. *Journal of Accounting Literature*, 54-82.
- Etzioni, A. (2015). Communitarianism. Em M. Gibbons, *The Encyclopedia of Political Thought* (pp. 620-624). Chichester: John Wiley & Sons.
- Feldman, R., Govindaraj, S., Livnat, J., & Segal, B. (2010). Management's tone change, post earnings announcement drift and accruals. *Review of Accounting Studies*, 15(4), 915-953. doi:10.1007/s11142-009-9111-x
- FERMA. (2018). *European Risk Manager*. pwc. Obtido de https://www.ferma.eu/app/uploads/2019/02/ferma-european-risk-manager-report-2018_final_19-12.pdf

- Fernandes, C. G. (2014). *Risco de liquidez e a regulamentação bancária*. Tese de Mestrado, ISEG - Instituto Superior de Economia e Gestão, Lisboa. Obtido de <https://www.iseg.ulisboa.pt/aquila/getFile.do?fileId=547475&method=getFile>
- Figueiredo, R. P. (2001). *Gestão de risco operacional em instituições financeiras: uma abordagem qualitativa*. Tese de Mestrado, Universidade da Amazônia.
- Fisher, R., Van Staden, C. J., & Richards, G. (2019). Watch that tone: An investigation of the use and stylistic consequences of tone in corporate accountability disclosures. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 33(1), 77-105. doi:10.1108/AAAJ-10-2016-2745
- Florio, C., & Leoni, G. (2017). Enterprise risk management and firm performance: The Italian case. *The British Accounting Review*, 49(1), 56-74. Obtido de <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.bar.2016.08.003>
- Fukukawa, H., & Kim, H. (2017). Effects of audit partners on clients' business risk disclosure. *Accounting and Business Research*, 47(7), 780-809. Obtido de <https://doi.org/10.1080/00014788.2017.1299619>
- Galvão, D. B. (2015). *The Risk Reporting: Evidence from Portuguese Companies*. Tese de Mestrado, School of Business and Economics - Universidade Católica Portuguesa, Lisboa.
- Goffman, E. (1959). *The Presentation of Self in Everyday Life*. ANCHOR.
- Guillamon-Saorin, E. (2006). *Impression management in financial reporting. evidence from the UK and Spain*. Tese de Doutoramento não publicada, Univeridade Dublin.
- Gutek, G. (2014). *Philosophical, Ideological, and Theoretical Perspectives on Education*. New York: Pearson.
- Hampson, S. E., & Dawson, W. J. (1985). Whatever Happened to Pollyanna?: The Effects of Evaluative Congruence on Speed of Trait Inference. *Personality and Social Psychology Bulletin*, 11(1), 106–117. Obtido de <https://journals.sagepub.com/doi/10.1177/0146167285111010>
- Haney, W. V. (1992). *Communication & Interpersonal Relations: Texts and Cases* (6 ed.). Boston, MA: Irwin.

- Hann, R. N., Lu, Y. Y., & Subramanyam, K. R. (2007). Uniformity versus flexibility: evidence from pricing of the pension obligation. *Accounting Review*, 82(1), 107–137. Obtido de www.jstor.org/stable/30243459
- Hart, R. P. (2001). Redeveloping DICTION: theoretical considerations. Em M. West, *Theory, Method and Practice of Computer Content Analysis* (pp. 43-60). New York: Ablex. Obtido de <https://vdocuments.site/redeveloping-diction-theoretical-considerations.html>
- Hart, R. P., Childers, J. P., & Lind, C. J. (2013). *Political Tone: How Leaders Talk & Why*. Chicago, IL: Chicago Studies in American Politics.
- Hassan, M. K. (2009). UAE corporations-specific characteristics and level of risk disclosure. *Managerial Auditing Journal*, 24(7), 668-87. doi:10.1108/02686900910975378
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 405–440. doi:10.1016/S0165-4101(01)00018-0
- Henry, E. (2008). Are investors influenced by how earnings press releases are written? *Journal of Business Communication*, 45 (4), 363-408. doi:10.1177/0021943608319388
- Hooghiemstra, R. (2001). Cultural differences in self-serving behaviour in accounting narratives. *APIRA Conference*. Adelaide.
- Houmb, S. H. (2007). *Decision Support for Choice of Security Solution: The Aspect-Oriented Risk Driven Development (AORDD) Framework*. Tese de Doutorado, Norwegian University of Science and Technology, Trondheim. Obtido de https://www.researchgate.net/publication/254859842_Decision_Support_for_Choice_of_Security_Solution_The_Aspect-Oriented_Risk_Driven_Development_AORDDFramework
- Huang, X., Teoh, S. H., & Zhang, Y. L. (2014). Tone management. *Accounting Review*, 89(3), 1083-1113. doi:10.2308/accr-50684
- IPCG. (2018). *Código do Governo das Sociedades*. Obtido de https://cgov.pt/images/ficheiros/2018/codigo_de_governo_das_sociedades_ipcg_vf.pdf

- ISO. (2009). *IEC 31010 - Risk management -- Risk assessment techniques*. Obtido de ISO/TC 262: <https://committee.iso.org/sites/tc262/home/projects/ongoing/iec-31010-2009-risk-management.html>
- Jameson, D. (2000). Telling the investment story: A narrative analysis of shareholder reports. *The Journal of Business Communication*, 37(1), 7-38.
- Jasinski, J. (2001). *Sourcebook on Rhetoric: Key Concepts in Contemporary Rhetorical Studies*. Thousand Oaks, CA: SAGE Publications.
- Johnson, W. B., & Schwartz, W. C. (2005). Are investors misled by “pro forma” earnings? *Contemporary Accounting Research*, 22(4), 915-963.
- Jones, M. J. (1988). A longitudinal study of the readability of the chairman’s narratives in the corporate reports of a UK company. *Accounting and Business Research*, 18(72), 297-306.
- Jones, M. J., & Shoemaker, P. A. (1994). Accounting Narratives: A Review of Empirical Studies of Content and Readability. *Journal of Accounting Literature*, 3, 142.
- Kothari, S. P., & Zimmerman, J. L. (1995). Price and return models. *Journal of Accounting and economics*, 20(2), 155-192. doi:10.1016/0165-4101(95)00399-4
- Kravel, T., & Muslu, V. (2013). Textual risk disclosures and investors' risk perceptions. *Review of Accounting Studies*, 18(4), 1088-1122. doi:10.1007/s11142-013-9228-9
- Kunz, A., & Pfaff, D. (2002). Agency theory, performance evaluation, and the hypothetical construct of intrinsic motivation. *Accounting, Organizations and Society*, 27, 275-295.
- Lajili, K., & Zéghal, D. (2005). A content analysis of risk management disclosures in Canadian annual reports. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 22(2), 125-142.
- Lang, M., & Lundholm, R. (2000). Voluntary disclosure and equity offerings: Reducing information asymmetry or hyping the stock? *Contemporary Accounting Research*, 17(4), 623-662.

- Lawrence, A. (2013). Individual investors and financial disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 56(1), 130-147. doi:10.1016/j.jacceco.2013.05.001
- Leary, M. R. (2001). Impression Management, Psychology of. *International Encyclopedia of the Social & Behavioral Sciences*, 7245-7248. doi:10.1016/B0-08-043076-7/01727-7
- Leary, M. R., & Kowalski, R. M. (1990). Impression management: a literature review and two component model. *Psychology Bulletin*, 107(1), 34-37.
- Lebar, M. A. (1982). A general semantics analysis of selected sections of the 10-K, the annual report to shareholders, and the financial press release. *Accounting Review*, 57(1), 176-189. Obtido de <https://www.jstor.org/stable/246748>
- Lewellen, W. G., Park, T., & Ro, B. T. (1996). Self-serving behavior in managers' discretionary information disclosure decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 21(2), 227-251.
- Li, F. (2006). *Annual report readability, current earnings, and earnings persistence*. Working paper, Universidade Michigan, EUA.
- Li, F. (2010). The information content of forward-looking statements in corporate filings: a naïve Bayesian machine learning approach. *Journal of Accounting Research*, 48(5), 1049-1102. doi:10.1111/j.1475-679X.2010.00382.x
- Linsley, P., & Lawrence, M. (2007). Risk reporting by the largest UK companies: Readability and lack of obfuscation. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 20(4), 620-627. doi:10.1108/09513570710762601
- Linsley, P., & Shrives, P. (2000). Risk management and reporting risk in the UK. *Journal of risk*, 3(1), 115-129. Obtido de https://www.researchgate.net/publication/266016884_Risk_management_and_reporting_risk_in_the_UK
- Linsley, P., & Shrives, P. (2006). Risk reporting: A study of risk disclosure in the annual reports of UK companies. *The British Accounting Review*, 38(4), 387-404. doi:10.1016/j.bar.2006.05.002

- 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. doi:10.1016/j.jclepro.2019.05.237
- Martikainen, M., Kinnunen, J., Miihkinen, A., & Troberg, P. (2015). Board's financial incentives, competence, and firm risk disclosure: Evidence from Finnish index listed companies. *Journal of Applied Accounting Research*, 16(3), 333-358. Obtido de <http://dx.doi.org/10.1108/JAAR-10-2014-0117>
- 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. doi:10.1002/csr.1697
- Martins, S. P. (2015). *Determinantes da Legibilidade e Compreensibilidade dos Relatórios de Gestão de Risco: evidência nas empresas cotadas portuguesas*. Tese de Mestrado, Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Aveiro - Universidade de Aveiro.
- Matias, F. (2012). *Impacto da gestão de risco nas Instituições Financeiras - O caso da Banca Portuguesa*. Tese de Mestrado, Instituto Politécnico de Setúbal.
- Matsumoto, D., Pronk, M., & Roelofsen, E. (2006). *Do analysts mitigate optimism by management?* Working paper, Universidade Washington.
- Merkel-Davies, D. M. (2007). *The obfuscation hypothesis re-examined: Analysing impression management in narrative annual report documents*. Tese de Doutoramento não publicada, Universidade Bagor, Reino Unido.
- Merkel-Davies, D. M., & Brennan, N. M. (2007). Discretionary disclosure strategies in corporate narratives: incremental information or impression management? *Journal of Accounting Literature*(26), 116-194. Obtido de <http://ssrn.com/abstract=1089447>
- 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.

- Merkel-Davies, D. M., Brennan, N. M., & McLeay, S. J. (2011). Impression management and retrospective sense-making in corporate narratives: a social psychology perspective. *Accounting, Auditing and Accounting Journal*, 24(3), 315-344. doi:10.1108/09513571111124036
- Meyer, J. W., & Rowan, B. (1977). Institutionalized organizations: formal structure as myth and ceremony. *American Journal of Sociology*, 83(2), 340-363.
- Miihkinen, A. (2012). What drives the quality of firm risk disclosure? *The International Journal Of Accounting*, 47(4), 437-468.
- Miihkinen, A. (2013). The usefulness of firm risk disclosures under different firm riskness, investor-interest, and market conditions: New evidence from Finland. *Advances in Accounting, Incorporating Advances in International Accounting*, 29(2), 312-331. Obtido de <http://dx.doi.org/10.1016/j.adiac.2013.09.006>
- Moraes, R. (1999). Análise de conteúdo. *Revista Educação*, 22(37), 7-32. Obtido de https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4125089/mod_resource/content/1/Roque-Moraes_Analise%20de%20conteudo-1999.pdf
- Moreno, A., Jones, M. J., & Quinn, M. (2019). A longitudinal study of the textual characteristics in the chairman's statements of Guinness: An impression management perspective. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 32(6), 1714-1741. doi:10.1108/AAAJ-01-2018-3308
- Morris, R. D. (1987). Signalling, agency theory and accounting policy choice. *Accounting and Business Research*, 18 (69), 47-56.
- Moser, D. V., & Martin, P. R. (2012). A broader perspective on corporate social responsibility research in accounting. *Accounting Review*, 87(3), 797–806. doi:10.2308/accr-10257
- Neto, A. A. (2018). *Mercado Financeiro* (14 ed.). Atlas.
- Neu, D., Warsame, H., & Pedwell, K. (1998). Managing public impressions: environmental disclosures in annual reports. *Accounting, organizations and society*, 23(3), 265-282.

- 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 period. *International Review of Financial Analysis*, 30, 363-383.
- Nunes, P. (2019). *Knook.net*. Obtido de <https://knook.net/cienceconempr/financas/teoria-da-agencia/>
- Ober, S., Zhao, J. J., Davis, R., & Alexander, M. W. (1999). Telling it like it is: the use of certainty in public business discourse. *Journal of Business Communication*, 36(3), 280-300. doi:10.1177/002194369903600304
- OCEG. (2015). *GRC Capability Model*. Obtido de <https://go.oceg.org/grc-capability-model-red-book>
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661-687. Obtido de http://lib.cufe.edu.cn/upload_files/other/4_20140516101658_16%20Ohlson.pdf
- Oliveira, J., Lima Rodrigues, L., & Craig, R. (2011). Risk-related disclosures by non-finance companies: Portuguese practices and disclosure characteristics. *Managerial Auditing Journal*, 26(9), 817-839.
- Osgood, C. E., Suci, G. J., & Tannenbaum, P. H. (1957). *The Measurement of Meaning*. Urbana, IL: University of Illinois Press.
- Parente, P. H., Mota, A. F., Cabral, A., A. ..., Santos, S. M., & Brandão, I. F. (2004). Teoria institucional e Disclosure de sustentabilidade: uma investigação no setor de energia elétrica. *RACE, Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, 13(3), 889-918. Obtido de <http://editora.unoesc.edu.br/index.php/race>
- Parker, L. D. (1982). Corporate annual reporting: A mass communication perspective. *Accounting and Business Research*, 12, 279-286. doi:10.1080/00014788.1982.9728820
- Patelli, L., & Pedrini, M. (2014). Is the optimism in CEO's letters to shareholders sincere? Impression management versus communicative action during the economic crisis. *Journal of Business Ethics*, 124(1), 19-34. doi:10.1007/s10551-013-1855-3

- Patelli, L., & Pedrini, M. (2015). Is Tone at the Top Associated with Financial Reporting Aggressiveness? *Journal of Business Ethics*, 126, 3–19. doi:10.1007/s10551-013-1994-6
- Patten, D. M. (1992). Intra - industry Environmental Disclosures in Response to the Alaskan Oil Spill: A NOte on Legitimacy Theory. *Accounting, Organization and Society*, 15(5), 471-475. Obtido de [http://dx.doi.org/10.1016/0361-3682\(92\)90042-Q](http://dx.doi.org/10.1016/0361-3682(92)90042-Q)
- Pinheiro, S. F. (2014). *A utilização de estratégias de impression management na carta do presidente: evidência na banca portuguesa*. Tese de Mestrado, ISCA - Univerdasidade Aveiro. Obtido de <https://ria.ua.pt/bitstream/10773/14323/1/Tese.pdf>
- Pinho, C., Valente, R., Madaleno, M., & Vieira, E. (2019). *Risco Financeiro - Medida e Gestão* (2 ed.). (M. Robalo, Ed.) Lisboa: Edições Sílabo.
- Roman, A. G., Mocanu, M., & Hoinaru, R. (2019). Disclosure Style and Its Determinants in Integrated Reports. *Sustainability*, 11(1960). doi:10.3390/su11071960
- Rutherford, B. A. (2003). Obfuscation, textual complexity and the role of regulated narrative accounting disclosure in corporate governance. *Journal of Management and Governance*, 7, 187-210.
- Rutherford, B. A. (2005). Genre analysis of corporate annual report narratives: A corpus linguistics based approach. *Journal of Business Communication*, 42(4), 324-348. doi:10.1177/0021943605279244
- Ryu, T. (2019). *Variáveis Dummy: o que é? Quando usar? E como usar?* Obtido em 5 de Junho de 2020, de Data Hackers: <https://medium.com/data-hackers/vari%C3%A1veis-dummy-o-que-%C3%A9-quando-usar-e-como-usar-78de66cfcca9>
- Schrand, C., & Walther, B. R. (2000). Strategic benchmarks in earnings announcements: The selective disclosure of prior-period earnings components. *The Accounting Review*, 75(2), 151-177.
- Schroeder, N., & Gibson, C. (1990). Readability of management's discussion and analysis. *Accounting Horizons*, 4(4), 78-87.

- Schulz, M., & Vedona, B. D. (2014). Diretiva 2014/95/UE do Parlamento Europeu e do Conselho. *Jornal Oficial da União Europeia*. Obtido de <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0095&from=PT>
- Selznick, P. (1996). Institutionalism “old” and “new”. *Administrative Science Quarterly*, 41, 270-277.
- 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. Obtido de <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2018.10.120>
- Short, J. C., & Palmer, T. B. (2003). Organizational performance referents: An empirical examination of their content and influences. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 90, 209-224.
- Short, J., & Palmer, T. (2008). The application of DICTION in content analysis research in strategic management. *Organizational Research Methods*, 11(4), 727-752. doi:10.1177/1094428107304534
- Silva, M. L. (2015). *A Divulgação do risco nas demonstrações financeiras: uma análise ao anexo das sociedades não financeiras portuguesas*. Tese de Mestrado, Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa, Lisboa.
- Slywotzky, A. J., & Drzik, J. (2005). Countering the biggest risk of all. *Harvard Business Review*, 83(4), 78-88.
- Smith, M., & Taffler, R. J. (1992). The chairman’s report and corporate financial performance. *Accounting & Finance*, 32, 75-90. doi:10.1111/j.1467-629X.1992.tb00187.x
- Smith, M., & Taffler, R. J. (2000). The chairman’s statement: A content analysis of discretionary narrative disclosures. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 13(5), 624-646. doi:10.1108/09513570010353738
- Spink, J., Moyer, D. C., & Speier-Pero, C. (2016). Introducing the Food Fraud Initial Screening model (FFIS). *Food Control*, 69, 306-314. Obtido de <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.foodcont.2016.03.016>

- Subramanian, R., Insley, R., & Blackwell, R. D. (1993). Performance and readability: a comparison of annual reports of profitable and unprofitable corporations. *Journal of Business Communication*, 30(1), 49-60. doi:10.1177/002194369303000103
- Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571-610.
- Swales, J. M. (1990). *Genre Analysis: English in Academic and Research Settings*. Cambridge : Cambridge University Press.
- Sydserrff, R., & Weetman, P. (1999). A texture index for evaluating accounting narratives: An alternative to readability formulas. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 12(4), 459-488. doi:10.1108/09513579910283503
- Sydserrff, R., & Weetman, P. (2002). Developments in content analysis: A transitivity index and DICTION scores. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 15(4), 523-545. doi:10.1108/09513570210440586
- Tamer, E. (2018). Determinants and impacts of risk disclosure quality: evidence from China. *Journal of Applied Accounting Research*, 19(4), 518–536. Obtido de <https://doi.org/10.1108/JAAR-07-2016-0066>
- Tan, H. T., Wang, Y. E., & Zhou, B. O. (2014). When the use of positive language backfires: the joint effect of tone, readability, and investor sophistication on earnings judgments. *Journal of Accounting Research*, 52(1), 273-302. doi:10.1111/1475-679X.12039
- 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.
- Telford, T. (2005). *Strategic Risk - A guide for directors*. London: Telford Publishing.
- Thomas, J. (1997). Discourse in the marketplace: The making of meaning in annual reports. *The Journal of Business Communication*, 34(1), 47-66.
- Veyret, Y. (2007). *Os riscos: O homem como agressor e vítima do meio ambiente*. São Paulo: Contexto.

- Yeldar, R. (2012). *The value of extrafinancial disclosure: what investors and analysts said*.
Obtido em 22 de Maio de 2020, de Report commissioned by Accounting for
Sustainability and the Global Reporting Initiative:
[https://www.globalreporting.org/resourcelibrary/The-value-of-extra-financial-
disclosure.pdf](https://www.globalreporting.org/resourcelibrary/The-value-of-extra-financial-disclosure.pdf)
- Yuthas, K., Rogers, R., & Dillard, J. F. (2002). Communicative action and corporate annual
reports. *Journal of Business Ethics*, 41(1-2), 141-157.
doi:10.1023/A:1021314626311
- Zucker, L. G. (1991). The role of institutionalization in cultural persistence. *The New
Institutionalism in Organizational Analysis*. Chicago: The University of Chicago
Press.