

INSTITUTO POLITÉCNICO DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E
ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA



ISCAL

AS ESTRATÉGIAS DE *IMPRESSION MANAGEMENT* ATRAVÉS
DA MENSAGEM DA ADMINISTRAÇÃO DAS ENTIDADES DO
SETOR BANCÁRIO EM PORTUGAL

Vinícius Esteves Stoltzemburg

Lisboa, novembro de 2020

INSTITUTO POLITÉCNICO DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E
ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA

AS ESTRATÉGIAS DE *IMPRESSION MANAGEMENT* ATRAVÉS
DA MENSAGEM DA ADMINISTRAÇÃO DAS ENTIDADES DO
SETOR BANCÁRIO EM PORTUGAL

Vinícius Esteves Stoltzemburg

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Contabilidade, realizada sob a orientação científica do Professor Doutor Fábio Henrique Ferreira de Albuquerque, professor adjunto da área científica da Contabilidade e Auditoria.

Lisboa, novembro de 2020

Declaro ser o autor desta dissertação, que constitui um trabalho original e inédito, que nunca foi submetido (no seu todo ou qualquer das suas partes) a outra instituição de ensino superior para obtenção de um grau académico ou outra habilitação. Atesto ainda que todas as citações estão devidamente identificadas. Mais acrescento que tenho consciência que o plágio – a utilização de elementos alheios sem referência ao seu autor – constitui uma grave falta de ética, que poderá resultar na anulação da presente dissertação.

*“O mais importante é não parar de questionar.
A curiosidade tem a sua própria razão de existir”*

Albert Einstein

Agradecimentos

Esta etapa apenas foi ultrapassada devido a ajuda de muitas pessoas que, sem citar todos os nomes, têm perfeita noção da sua importância. Gostaria assim de agradecer à minha família por todo o apoio que me deram neste período e também por terem sempre um pensamento muito positivo quanto à conclusão deste desafio.

Um período de grandes motivações, mas certamente cheio de grandes desafios, pelo que reservo um especial agradecimento ao Professor Fábio de Albuquerque e ao Professor António Cariano pelo apoio e ajuda na condução deste estudo. Ajuda esta que não consistiu apenas em dar ideias, mas também transmitir os seus vastos conhecimentos não só em matérias relacionadas com estudos científicos, mas também em outros assuntos técnicos.

Devo um agradecimento especial também à Marta Conceição, por toda a ajuda e infindáveis revisões (de certo modo já deve conhecer este estudo quase na mesma profundidade que eu). Não só pela ajuda, mas também pelo suporte motivacional nos momentos mais difíceis.

À Soraia Bornett também reservo um agradecimento especial que não cabe num parágrafo, tendo sido uma fonte de conhecimento neste mundo da investigação e uma ajudante espetacular, sem medir esforços em auxiliar no que fosse necessário.

Por último, mas não menos importante, aos responsáveis pela minha entidade patronal, que me concederam as ferramentas e oportunidades para desenvolver este estudo em paralelo com o meu trabalho desenvolvido diariamente.

Resumo

Os desastres e escândalos financeiros dos últimos anos vieram aumentar a necessidade da proteção dos investimentos efetuados, pelo que os *stakeholders* passaram a sentir a necessidade de distinguir, cada vez mais, a informação fiável da informação enganadora. A presente dissertação tem como objetivo analisar as eventuais estratégias de *impression management* utilizadas pelo setor bancário português, em particular se o tom da mensagem da administração destas entidades se encontra potencialmente influenciado por fatores macroeconómicos, de *corporate governance* e económico-financeiros. Os dados foram obtidos a partir dos relatórios e contas anuais, complementados com a informação financeira adicional disponibilizada pela Associação Portuguesa de Bancos. A população do estudo é constituída pelos 11 bancos que operaram em Portugal entre os anos de 2009 a 2017, resultando na análise de 58 mensagens. A informação foi recolhida com o auxílio de ferramentas de inteligência artificial, posteriormente sujeitas a análises univariadas, bivariadas e multivariadas. Os resultados obtidos permitiram identificar que as entidades utilizaram um tom de mensagem em consonância com a evolução macroeconómica. Adicionalmente, identificou-se que as entidades com um nível de *corporate governance* mais robusto apresentaram um tom de mensagem mais negativo. Por outro lado, as entidades com níveis mais reduzidos de liquidez, rendibilidade e qualidade dos ativos apresentaram um tom de mensagem mais positivo. Estes resultados apresentam-se globalmente consistentes com a identificação de utilização de estratégias relacionadas com as teorias da manipulação temática. Este estudo apresenta-se como pioneiro relativamente, em particular, à metodologia adotada para a análise das estratégias de *impression management* em Portugal.

Palavras-chave: *Impression management*, inteligência artificial, manipulação temática, mensagem da administração, setor bancário.

Abstract

In the last few years the observation of financial disasters and scandals have increased, these observations also increased the need to protect the investments, therefore stakeholders are keener to distinguish the reliable information from the misleading information. This study aims to evaluate the eventual usage of impression management strategies by the Portuguese banking sector, particularly if the message tone used by the board is potentially influenced by macroeconomic, corporate governance and economic-financial factors. The data were obtained from the annual reports, complemented with additional financial information provided by the Portuguese Banking Association. The population consists on the inclusion of 58 messages of the management board, obtained for 11 banks that operated in Portugal between 2009 and 2017. The information was collected with the assistance of artificial intelligence tools being subjected, subsequently, to statistical processing through univariate, bivariate and multivariate analyzes. The results allow us to identify that the message tone of the Portuguese banking sector entities is in line with the macroeconomic evolution of the market. Additionally, we have identified that the corporate governance structure plays a big influence on the management discourse, where entities with a stronger level of corporate governance showed a less positive tone. Finally, entities with lower levels of liquidity, profitability and asset quality tend to have a more positive message tone. These results are consistent with the identification of the usage of impression management strategies, namely the thematic manipulation. This study brings an innovative perspective regarding the methodology adopted, being pioneered in the application of technology under impression management studies in Portugal.

Keywords: Impression management, artificial intelligence, thematic manipulation, board message, banking sector.

Índice

Índice de figuras	X
Índice de tabelas.....	XI
Lista de abreviaturas.....	XII
1. Introdução.....	1
2. Revisão da literatura	5
2.1. Relato financeiro e não financeiro.....	5
2.2. Comentários da gestão.....	9
2.3. Impression management	12
2.3.1. Estratégias de ocultação.....	16
2.3.1.1. Manipulação temática.....	17
2.3.1.2. Legibilidade	20
2.3.1.3. Manipulação retórica	22
2.3.1.4. Comparação de desempenho e seletividade	24
2.3.1.5. Atribuição	25
2.4. Estudos empíricos sobre a manipulação temática	26
2.4.1. Estudos sobre a análise sentimental das divulgações	27
2.4.2. Estudos sobre a análise da estrutura frásica das divulgações	30
3. Hipóteses e metodologia	32
3.1. Obtenção de dados e definição de variável dependente.....	32
3.2. Hipóteses de estudo e variáveis independentes	33
3.2.1. Fatores macroeconómicos.....	35
3.2.2. Variáveis de corporate governance	36
3.2.2.1. Representação externa no conselho de administração.....	37
3.2.2.2. Controlo da entidade	39
3.2.2.3. Remuneração da administração	41
3.2.3. Fatores económico-financeiros das entidades	42
3.2.3.1. Dimensão das entidades	43
3.2.3.2. Liquidez das entidades.....	44
3.2.3.3. Qualidade dos ativos das entidades	45
3.2.3.4. Endividamento das entidades.....	47
3.2.3.5. Desempenho financeiro das entidades.....	48
3.3. Descrição e período da amostra	50
3.4. Procedimentos estatísticos considerados	52
4. Apresentação e discussão dos resultados obtidos.....	55
4.1. Análises univariadas e bivariadas.....	55
4.1.1. Fatores macroeconómicos.....	56
4.1.2. Variáveis de corporate governance	60
4.1.3. Fatores económico-financeiros.....	62
4.2. Análise multivariada.....	68
5. Conclusões, limitações e sugestões para futuras investigações	75
Referências bibliográficas.....	79

Índice de figuras

Figura 2.1 Evolução no Relato das organizações	6
Figura 2.2 Elementos de Conteúdo do RI	8
Figura 2.3 Princípios de apresentação dos comentários de gestão.....	10
Figura 2.4 Principais características dos comentários de gestão	11
Figura 2.5: Estratégias de IM nas comunicações divulgadas	14
Figura 2.6: Year reversal manipulation.....	23
Figura 4.1: Evolução do PIB entre 2005 e 2019 (taxa de variação anual, em %)	56
Figura 4.2: Estatística da variável <i>scoring</i> por variação do PIB (2009 a 2017)	57
Figura 4.3: Estatística da variável <i>scoring</i> para o período da <i>Troika</i> e pós- <i>Troika</i>	58
Figura 4.4: Estatística da variável <i>scoring</i> para as variáveis CG1 e CG2.....	60
Figura 4.5: Estatística da variável <i>scoring</i> para a variável CG3.....	61
Figura 4.6: Estatística da variável <i>scoring</i> pelas variáveis VN.....	62
Figura 4.7: Estatística da variável <i>scoring</i> pelas variáveis EMAT e AL.....	64
Figura 4.8: Estatística da variável <i>scoring</i> pelas variáveis ICTC, RD, VRD e TxVN ...	65

Índice de tabelas

Tabela 2.1: Estudos sobre manipulação temática	26
Tabela 3.1: Hipóteses de estudo e variáveis definidas	34
Tabela 3.2: Entidades consideradas na amostra inicial	50
Tabela 3.3: Entidades consideradas no estudo	51
Tabela 4.1: Resumo de variáveis independentes incluídas no modelo.....	54
Tabela 4.1: Estatística descritiva da variável <i>scoring</i>	55
Tabela 4.2: U de Mann-Whitney – Variável VPIB	57
Tabela 4.3: U de Mann-Whitney – Efeito Troika	58
Tabela 4.4: Coeficiente de Spearman – Variável VPIB.....	59
Tabela 4.5: U de Mann-Whitney – Variáveis CG1 e CG2	61
Tabela 4.6: Correlação de Spearman – Variáveis CG1 e CG2.....	61
Tabela 4.7: Teste qui-quadrado – Variável CG3.....	62
Tabela 4.8: U de Mann-Whitney – Variável VN	63
Tabela 4.9: Correlação de Spearman – Variáveis VN	63
Tabela 4.10: U de Mann-Whitney – Variável EMAT e AL	64
Tabela 4.11: Correlação de Spearman – Variáveis EMAT e AL	65
Tabela 4.12: U de Mann-Whitney – Variáveis ICTC, RD, VRD e TxVN	66
Tabela 4.13: Correlação de Spearman – Variáveis ICTC, RD, VRD E TXVN.....	68
Tabela 4.14: Correlação de Spearman – Colinearidade – Modelo 1.....	69
Tabela 4.15: Estatística da regressão – Modelo 1	69
Tabela 4.16: Resultados da regressão - Modelo 1	70
Tabela 4.17: Correlação de Spearman – Multicolinearidade – Modelo 2.....	70
Tabela 4.18: Estatística da regressão – Modelo 2.....	71
Tabela 4.19: Resultados da regressão - Modelo 2	71

Lista de abreviaturas

- AL – Alavancagem
- APB – Associação Portuguesa de Bancos
- API - *Application programming interface*
- BANIF – Banco Internacional do Funchal
- BdP – Banco de Portugal
- BES – Banco Espírito Santo
- BPN – Banco Português de Negócios
- BPP – Banco Privado Português
- CG – *Corporate governance*
- DF – Demonstrações financeiras
- EMAT – Empréstimos para ativo total
- IAS - *International Accounting Standards*
- IASB - International Accounting Standards Board
- ICTC – Imparidade para crédito para total de crédito
- IFRS - *International Financial Reporting Standards*
- IIRC - International Integrated Reporting Council
- IM – *Impression management*
- NPL – *Non performing loans*
- OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
- PS - *Practice Statement*
- PR – *Press release*
- RD – Rendibilidade
- RI – Relato integrado
- ROA – Retorno sobre ativos
- SSB - Sustainability Standards Board
- TxVN – Variação do crescimento do volume de negócios
- VIF - *Variance Inflation Factor*
- VN – Volume de negócios
- VPIB – Variação do PIB
- VRD – Variação da rendibilidade

1. Introdução

Os desastres e escândalos financeiros dos últimos anos aumentaram a necessidade de uma maior transparência da informação reportada pelas entidades aos seus distintos *stakeholders* (DiMaggio & Powell, 1991). A análise das informações divulgadas pelas entidades reveste-se, por isso, de grande importância.

A par com a evolução tecnológica, também o relato das entidades sofreu diversas alterações nas últimas décadas, passando a abranger um vasto leque de formas de divulgação que incluem, além do relato financeiro, o relato não financeiro ou de sustentabilidade e, mais recentemente, o relato integrado (RI) (Rodrigues *et al.*, 2016).

A evolução das divulgações comporta novos desafios relacionados com a estrutura e conteúdo da informação apresentada. Assim, os organismos responsáveis pela normalização em matérias relacionadas com a Contabilidade e o relato demonstram cada vez mais preocupações as matérias que vão para além do relato financeiro, designadamente o relato de sustentabilidade, ou, ainda, matérias relacionadas com este, ainda que não diretamente inseridas no designado conjunto completo de demonstrações financeiras (DF).

Os comentários da gestão constituem um exemplo de informação adicional publicada pelas entidades nos seus relatórios e contas, tendo o International Accounting Standards Board (IASB) apresentado, a 8 de dezembro de 2010, o *Practice Statement* (PS) 1: *Management Commentary*, com o objetivo de prestar suporte à administração na apresentação de comentários úteis que estejam relacionados com a informação financeira da entidade.

Não obstante as inúmeras indicações apresentadas pelo IASB, existem ferramentas à disposição dos preparadores das divulgações que vão no sentido de transmitir uma mensagem díspar da realidade. Por outro lado, também os investidores encontram-se cada vez mais aptos a efetuar uma análise mais criteriosa da informação, quer devido ao aumento da informação disponível (através da internet), quer pela emergência de novas tecnologias que permitem uma análise rápida e consistente da informação financeira e não financeira divulgada (Silva & Alves, 2001).

Nesse contexto, o estudo sobre as ferramentas de manipulação da perceção dos utilizadores surgiu como uma matéria relevante. Essas ferramentas são reconhecidas na literatura como estratégias de *impression management* (IM), definidas como o comportamento assumido pela administração para selecionar, disponibilizar e apresentar estrategicamente as informações de maneira a distorcer as perceções dos

leitores sobre a realidade da entidade e influenciar as suas impressões em termos de desempenho e perspetivas futuras (Godfrey *et al.*, 2003).

Com efeito, as estratégias de IM podem assumir diversas características, tais como a manipulação da legibilidade das divulgações efetuadas, alterações propositadas de gráficos sobre informação financeira, manipulação do tom do discurso, atribuição de resultados positivos a ações próprias e resultados negativos a ações de terceiros, entre outros.

A presente dissertação tem subjacente uma proposta de investigação da utilização da manipulação temática como estratégia de IM no setor bancário português. Para o efeito, será efetuada uma análise à mensagem da administração constante no relatório anual divulgado por tais entidades, objetivo desta investigação, através da aplicação de ferramentas de inteligência artificial, nomeadamente o *text mining* e o *sentiment analysis*.

A pertinência deste estudo pode ser justificada pelos diversos escândalos financeiros que ocorreram no setor bancário português, designadamente os casos Banco Espírito Santo (BES), Banco Português de Negócios (BPN), Banco Privado Português (BPP), Banco Internacional do Funchal (BANIF), entre outros. Nesse enquadramento, a análise das eventuais estratégias de IM consideradas pelos responsáveis máximos das entidades, bem como a identificação dos padrões existentes nas comunicações efetuadas, apresenta-se relevante.

Mais concretamente, este estudo apresenta como objetivo geral analisar se o tom utilizado da mensagem da administração é influenciado por fatores macroeconómicos, de *corporate governance* (CG) e económico-financeiros das entidades, contemplando os seguintes objetivos específicos:

- Análise e classificação do tom utilizado nas mensagens da administração dos principais bancos com atividade em Portugal entre 2009 e 2017;
- Identificar os padrões existentes nas divulgações através da associação do tom das mensagens aos diversos fatores explicativos selecionados; e
- Verificar se os resultados obtidos correspondem aos padrões esperados para a identificação de estratégias de IM aplicadas às divulgações, à luz da literatura existente.

Face ao exposto, o estudo focar-se-á no tom das mensagens da administração, como variável dependente, e três fatores explicativos para o período considerado, baseados, nomeadamente, em variável macroeconómica, elementos relativos ao CG e dados económico-financeiros extraídos dos relatórios e contas anuais divulgados pelas

entidades. Importa referir, relativamente aos fatores explicativos propostos, que não foram identificados estudos empíricos que considerassem o fator macroeconómico no contexto específico dessa linha de investigação, revelando-se tal elemento, assim, como um potencial contributo à investigação científica nesse âmbito.

A variável dependente do estudo (tom da mensagem da administração) foi apurada através da utilização de diversos *softwares* de análise de dados, nomeadamente o “R” e o Alteryx. O “R” teve intervenção na recolha das palavras contidas nas mensagens da administração, enquanto o Alteryx esteve no centro do apuramento do *scoring* associado a cada mensagem da administração. O *scoring* foi apurado através de um *application programming interface* (API) que utilizou o Alteryx para ativar o *machine learning* sobre a base de dados com a informação não financeira, constituindo-se, ao fim, como a variável utilizada como *proxy* do tom da mensagem da administração.

Após a análise de cada frase utilizada na mensagem da administração, o *software* Alteryx disponibilizou um *scoring* associado ao tom associado a cada frase, o qual foi posteriormente inserido numa fórmula que permitiu identificar um *scoring* global para cada mensagem completa da administração.

O SPSS foi o *software* utilizado para o tratamento estatístico dos dados, permitindo a realização de análises univariadas, bivariadas e multivariadas. Incluem-se no primeiro caso algumas medidas descritivas posteriormente apresentadas, com destaque para a média e a mediana das variáveis em análise. As análises bivariadas foram suportadas por testes de diferenças não paramétricos, nomeadamente os testes de Qui-quadrado e o U de Mann-Whitney, bem como a correlação de Spearman. Por fim, modelos de regressão linear serviram de base às análises multivariadas igualmente efetuadas.

A metodologia utilizada reveste-se de um fator inovador neste estudo, uma vez que não são conhecidos estudos nacionais que tenham explorado as ferramentas de inteligência artificial para a obtenção da variável dependente proposta. Assim, identifica-se na presente dissertação contributos relevantes para investigações futuras nesta linha de investigação, uma vez que a utilização de tais ferramentas potencializa a redução de erros e da subjetividade inerente à análise qualitativa.

A presente dissertação encontra-se estruturada em quatro capítulos para além deste primeiro (Introdução), onde foram apresentados a contextualização, a relevância, bem como o objeto, os objetivos e uma síntese da metodologia proposta para o estudo a ser efetuado.

No segundo capítulo (Revisão da literatura) será apresentado o enquadramento teórico das matérias em estudo, nomeadamente os diferentes tipos de relato e divulgações

efetuadas pelas entidades, as características dos comentários de gestão, as principais estratégias de IM, bem como os estudos empíricos já realizados neste campo de investigação.

Na sequência, o terceiro capítulo (Hipóteses e metodologia) dedica-se à divulgação das hipóteses e de informação mais detalhada relativamente às linhas metodológicas definidas para o presente estudo.

No capítulo seguinte (Apresentação e discussão de resultados) serão apresentados os resultados obtidos a partir das análises estatísticas efetuadas, à luz da metodologia apresentada no capítulo precedente.

Por fim, o quinto capítulo (Conclusões, limitações e sugestões para futuras investigações) sumariza as principais conclusões obtidas no decorrer da investigação efetuada, tendo em conta os resultados obtidos, sendo ainda apresentadas as limitações identificadas no âmbito deste estudo, bem como sugestões para futuras investigações relacionadas com esta temática.

2. Revisão da literatura

A presente revisão de literatura encontra-se organizada em quatro secções. Primeiramente, será efetuada uma breve apresentação dos diferentes tipos de relato e da sua evolução, uma vez que o relato das entidades do setor bancário constitui o documento utilizado como fonte de recolha da informação objeto de análise para este estudo, nomeadamente as mensagens da administração das entidades do setor bancário.

A segunda secção focar-se-á, mais especificamente, na temática dos comentários da gestão, como uma componente integrante dos diversos relatórios divulgados pelas entidades, onde as mensagens da presidência se inserem. Destaca-se, em termos técnicos, os princípios emanados pelo IASB relativamente ao conteúdo a ser incluído nos comentários de gestão, a partir do recentemente divulgado PS 1.

A terceira e quarta secções foram desenvolvidas para permitir a compreensão da literatura científica relacionada com o tema da presente dissertação, tendo como objetivo dar suporte ao estudo empírico proposto. Nesse sentido, a terceira secção apresenta as características teóricas das estratégias de IM, compilando resumidamente as diferentes perspetivas identificadas na literatura sobre o tema. A quarta secção, por fim, apresenta as investigações mais diretamente desenvolvidas no âmbito da linha de investigação proposta para este estudo.

2.1. Relato financeiro e não financeiro

Os desastres e escândalos financeiros dos últimos anos vieram aumentar a necessidade da proteção dos investimentos efetuados, pelo que os *stakeholders* passaram a sentir cada vez mais a necessidade de distinção entre informação fidedigna e informação enganadora. Nesse sentido, passaram a procurar credibilidade e transparência na informação disponível, nomeadamente nos relatórios anuais (Humpherys *et al.*, 2011) Atualmente, o relato das entidades abrange um vasto leque de formas de divulgação, com o objetivo de proporcionar aos utilizadores uma base de informação útil que proporcione um suporte adicional na tomada de decisões (Rodrigues *et al.*, 2016). Entre estas formas de divulgação, dois grandes grupos podem ser identificados: a informação financeira e a informação não financeira (Rodrigues *et al.*, 2016).

A comunicação entre a administração e as partes interessadas é efetuada através de uma série de documentos, onde se incluem, entre outros:

- o relatório e contas, relatório anual ou relatório financeiro, habitualmente referenciados com o mesmo significado em diversa literatura, é composto pelas DF com a estrutura definida por entidades reguladoras em relação à mensuração e divulgação dos elementos patrimoniais (Alves *et al.*, 2017);
- o relatório de sustentabilidade, que constitui uma prática de medição, divulgação e de responsabilidade das organizações face às diferentes partes interessadas, relativamente ao seu desempenho em termos ambientais, sociais e económicos (Teixeira, 2011);
- o RI, que integra a informação que se apresenta tradicionalmente no relatório anual e de sustentabilidade ou, por outras palavras, apresenta a informação de natureza financeira juntamente com a informação de natureza não financeira numa perspetiva de pensamento integrado (Rodrigues *et al.*, 2016).

A figura 2.1 sintetiza a evolução pela qual tem passado o relato das entidades.



Figura 2.1 Evolução no Relato das organizações

Fonte: Adaptado de Rodrigues *et al.* (2016)

Tradicionalmente, o relatório anual referia-se exclusivamente à informação de carácter financeiro, sendo este um *dossier* de elaboração obrigatória, do qual fazem parte as DF das entidades, o seu relatório de gestão e demais documentos de prestação de contas. Trata-se do principal meio utilizado pelos diferentes *stakeholders* para conhecer o desempenho económico-financeiro das organizações (Monteiro *et al.*, 2018).

De acordo com Rodrigues *et al.* (2016), a apresentação de relatórios baseados apenas na informação financeira regista críticas que apontam para as suas limitações. Tais limitações estão associadas a um relato sobre o passado, isto é, uma orientação mais histórica do que a apresentação de uma perspetiva futura. Por outro lado, enquanto o relato financeiro se foca mais em dados de natureza monetária, os utilizadores das

informações necessitam adicionalmente de dados qualitativos, como por exemplo, as opções estratégicas e informação quantitativa não financeira que se reveste de um caráter de indicador de desempenho (Rodrigues *et al.*, 2016).

Uma outra componente atual do *reporting* das entidades é o relatório de sustentabilidade. O relatório de sustentabilidade representa uma forma de comunicação das entidades com o seu ambiente externo e interno, através de um documento não padronizado onde as entidades inserem as informações das ações que promovem a sustentabilidade econômica, social e ambiental, na tentativa de criar uma imagem positiva desta para os diversos *stakeholders* (Bogo, 2017).

De notar que os relatórios de sustentabilidade passaram a integrar a preocupação também da IFRS Foundation, o que se apresenta como uma relativa novidade, na medida em que tais relatórios não se encontravam inseridos nos planos de trabalho mais tradicionais da referida entidade, inicialmente mais vocacionada para o relato financeiro. Tal facto pode ser evidenciado, sobretudo, pela inclusão desta matéria na estratégia iniciada pela entidade, em janeiro de 2019, para os próximos cinco anos. Nesse âmbito, foi criada uma *task force* que, no desenvolvimento dos trabalhos, terá conduzido à divulgação, em setembro de 2020, de um *consultation paper* (IFRS Foundation, 2020).

O referido documento destaca a necessidade da existência de um relatório de sustentabilidade *standard* e globalmente aplicável, com a proposta de criação de um novo organismo inserido na esfera da IFRS Foundation, nomeadamente o Sustainability Standards Board (SSB), garantindo-se assim a consistência com outras áreas de normalização da entidade. A consulta pública deste documento estará disponível até 31 de dezembro de 2020, sendo expetável que os seus resultados sejam revelados após essa data.

Em linha com as maiores exigências requeridas pelos utilizadores de divulgação de informação não exclusivamente financeira por parte das entidades, surgiu a necessidade do desenvolvimento de um relatório que identificasse mais claramente, mas de forma relativamente integrada, a informação financeira e não financeira. Nesse sentido, o International Integrated Reporting Council (IIRC) procedeu, em 2013, à primeira divulgação da estrutura do RI.

Os conceitos fundamentais definidos na estrutura conceptual do RI, conforme apresentado na Figura 2.2, constituem a componente mais crítica do RI e a sua base de implementação (Rodrigues *et al.*, 2016).

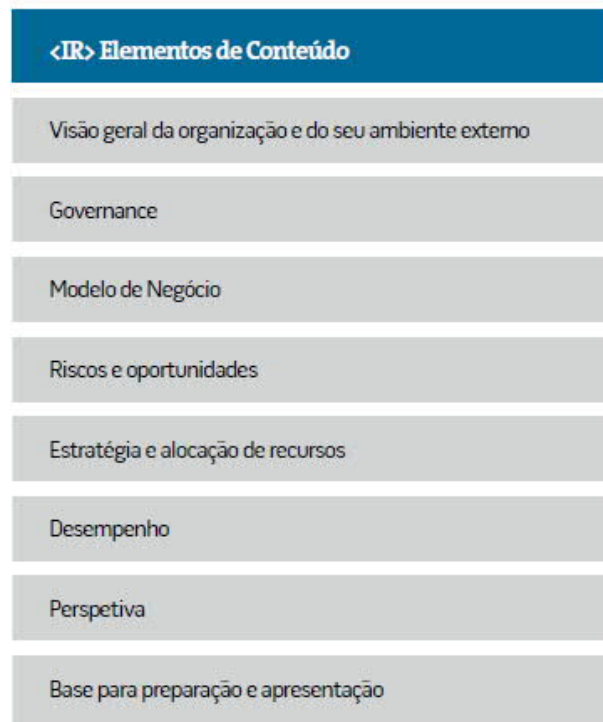


Figura 2.2 Elementos de Conteúdo do RI

Fonte: Rodrigues *et al.* (2016)

O RI, de acordo com Leocádio (2017), é considerado uma evolução face ao relato financeiro, uma vez que os utilizadores dos relatórios integrados são claramente identificados como investidores e fornecedores de capital financeiro. Nesse sentido, as diferenças entre os modelos de relato são significativas, nomeadamente no que toca ao modo de interpretação do processo de criação de valor e espaço temporal, estando os relatórios integrados orientados para o médio e longo prazo, contrariamente aos relatórios anuais, cujo enfoque é o presente e discussão do passado. Face ao exposto, o RI deve ser identificado como um conjunto de divulgações separadas, introduzidas em um modelo de relato identificável (Rodrigues *et al.*, 2016).

Segundo Eccles e Krzus (2010), o RI deve combinar, em um único documento, a informação financeira relevante (DF e outra informação financeira) e a informação não financeira de uma forma que reflita os impactos recíprocos e que responda à questão fundamental: como é que o desempenho não financeiro contribui para o desempenho financeiro e vice-versa?

Apesar do crescimento da literatura técnica e científica sobre o RI, e a utilização voluntária deste modelo por parte de algumas entidades nacionais e europeias, a sua obrigatoriedade mantém-se restrita às entidades cotadas na África do Sul (Leocádio, 2017; Fernandes, 2020). Em Portugal, apenas oito entidades já efetuaram a publicação

dos seus relatórios nos últimos cinco anos, perfazendo um total de 19 relatórios disponíveis no *website* da Corporate Register.

Monteiro *et al.* (2018) indica, nesse contexto, que os relatórios financeiros continuam a ser a principal fonte de informação para os investidores e a primordial forma de divulgação de informação selecionada pelas distintas entidades para a comunicação com os seus distintos *stakeholders*.

2.2. Comentários da gestão

A comunicação efetuada pela administração nos relatórios anuais é especialmente relevante, na medida em que proporciona aos *stakeholders* a oportunidade de analisar a *performance* da entidade e a prospeção de mercado através dos olhos da gestão (Purda & Skillicorn, 2014).

O IASB, organismo emissor das IFRS¹ inserido no âmbito da IFRS Foundation, assume particular relevância nos recentes desenvolvimentos promovidos relativamente aos comentários de gestão efetuados nos relatórios anuais.

No âmbito da apresentação de contas anuais preparadas em concordância com as IFRS, o IASB apresentou, a 8 de dezembro de 2010, um PS 1 - *Management Commentary*.

A PS 1 não é uma IFRS, pelo que as entidades que aplicam as IFRS não são obrigadas a cumprir com o referido preceito. O objetivo da PS 1 é de prestar suporte à administração na apresentação de comentários úteis que relacionam a informação financeira com o desempenho da entidade. Assim, o IASB apresentou a seguinte definição para comentários da gestão:

Comentários da gestão é uma narrativa que fornece um contexto para o qual torna possível a interpretação da posição financeira, desempenho financeiro e fluxos de caixa de uma entidade. Também fornece à administração a oportunidade de explicar os seus objetivos e as suas estratégias para alcançar certos objetivos. Os usuários utilizam recorrentemente o tipo de informação fornecida em comentários de gestão para ajudar a avaliar os prospectos de uma entidade e os riscos assumidos, bem como o sucesso das estratégias da administração para atingir os seus objetivos. Para muitas entidades, comentários de gestão já são um elemento importante da

¹ Por simplificação, o termo IFRS é utilizado por referência, em geral, às normas de Contabilidade e de relato financeiro emanadas do IASB, onde também se incluem as *International Accounting Standards* (IAS), e as respetivas interpretações a estas normas.

sua comunicação com os mercados de capital, suplementando e complementando as demonstrações financeiras.

A PS 1 estabelece os princípios, características qualitativas e elementos necessários a constarem nos comentários de gestão aos utilizadores dos relatórios anuais. No entanto, a forma e o conteúdo dos comentários podem variar de entidade para entidade.

Conforme previsto na PS 1, quando os comentários de gestão estão relacionados com a informação financeira, a entidade deve disponibilizar as DF juntamente com os comentários. Por um lado, a gestão deve identificar o que são os comentários de gestão e distingui-los de todas as outras informações. Por outro lado, na apresentação de um comentário de gestão, esta deve explicar se seguiu ou não a PS 1, sendo que as entidades apenas devem divulgar tal facto se o fizerem na sua integralidade. Adicionalmente, a gestão deve determinar a informação a disponibilizar nos comentários tendo em conta as necessidades dos utilizadores primários das DF. No que concerne à informação disponibilizada nos comentários, a PS 1 orienta para o conteúdo a ser incluído, devendo as entidades seguir os princípios apresentados na Figura 2.3.



Figura 2.3 Princípios de apresentação dos comentários de gestão

Assim, as entidades devem demonstrar qual a visão da administração relativamente ao desempenho financeiro da entidade, contendo a perspetiva da gestão quanto aos resultados obtidos.

Os comentários de gestão devem complementar a informação constante nas DF, não descurando também das informações sobre a entidade e o seu desempenho que não são apresentados nas DF, mas que é de extrema relevância para a administração.

Os comentários devem incluir informações *forward-looking*, isto é, dados que permitam identificar a perspetiva da gestão quanto ao futuro da entidade, nomeadamente a direção a seguir, objetivos a atingir e estratégias a adotar. Esta informação deve ser refletida quando a entidade tem conhecimento de incertezas, tendências ou outros fatores de mercado que possam afetar os resultados financeiros.

Adicionalmente, conforme apresentado na Figura 2.4, os comentários efetuados devem ser claros e concisos, refletindo a natureza da atividade financeira exercida pela entidade. Os comentários de gestão devem estar focados na informação mais relevante, tendo sempre em atenção a consistência da informação, a não duplicação das notas efetuadas nas DF e a materialidade da informação apresentada.

Por fim, conforme apresentado na PS 1, apesar de a informação disponibilizada no comentário de gestão estar intrinsecamente relacionada com os fatos e circunstâncias existentes na esfera das entidades, este deve permitir a identificação da natureza do negócio, objetivos e estratégias, os recursos, riscos e relações mais estruturais, os resultados das operações e prospeção de mercado, bem como os indicadores relevantes para avaliação do desempenho financeiro por parte do órgão de gestão.

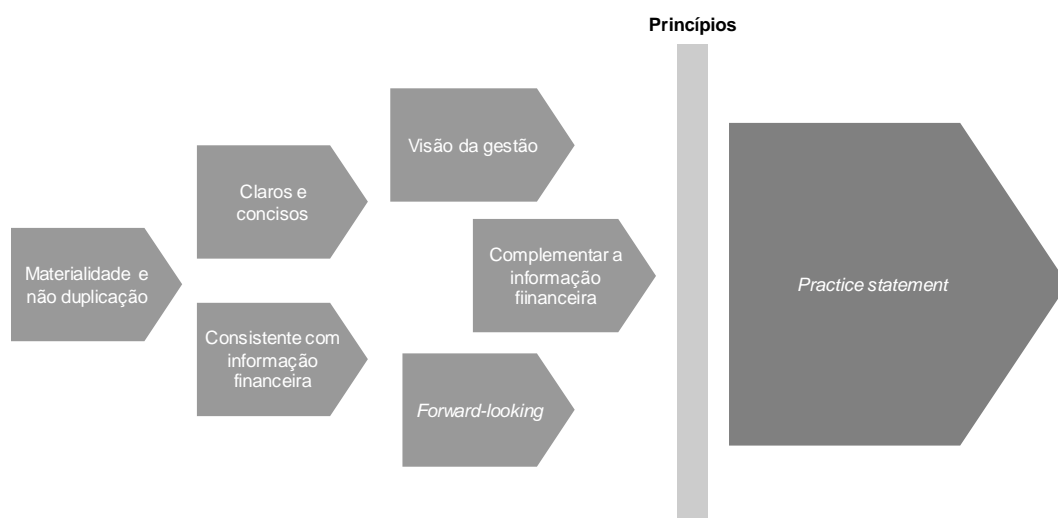


Figura 2.4 Principais características dos comentários de gestão

De notar que a PS 1 se encontra atualmente em revisão por parte do IASB. O IASB concluiu a ronda inicial de alterações com os seus órgãos consultivos, incluindo o Management Commentary Consultative Group, estando atualmente em discussão quais as orientações a fornecer na PS revista.

A PS 1 revista deverá cumprir com os seguintes objetivos:

- (i) consolidar as inovações no relato narrativo desde a publicação da primeira PS em 2010;

- (ii) corrigir os *gaps* existentes no relato financeiro, nomeadamente o foco de curto prazo no relato e a falha na identificação e discussão de assuntos que são específicos e importantes para uma entidade; e
- (iii) permanecer baseada em princípios, mas contendo detalhes para apoiar a aplicação rigorosa da PS 1 pelos preparadores e a revisão eficaz dos comentários de gestão das entidades por auditores.

Concomitantemente, a PS 1 revista deverá fornecer a orientação necessária aos preparadores da informação financeira sobre a forma como deverá ser efetuada a explicação do modelo de negócio de uma entidade, a sua estratégia e o seu desempenho, posição e progresso, incorporando uma discussão sobre os fatores de sucesso da entidade, bem como dos riscos assumidos, tendências e fatores no ambiente operacional que pode afetar a entidade.

É expetável que o *exposure draft* da PS 1 revista seja disponibilizado em abril de 2021.

Face a todo exposto, verifica-se que a comunicação efetuada pela administração nos relatórios anuais é especialmente relevante na medida em que proporciona aos *stakeholders* a oportunidade de analisar a *performance* da entidade e a prospeção de mercado através dos olhos da gestão (Purda & Skillicorn, 2014).

Nesse sentido, de seguida serão apresentadas algumas estratégias utilizadas pelas entidades de forma a alavancar o efeito das divulgações efetuadas.

2.3. Impression management

Em contexto empresarial, e quando relacionado com os relatórios anuais das entidades, a IM refere-se ao comportamento assumido pela administração para selecionar, disponibilizar e apresentar estrategicamente informações narrativas nos documentos publicados, de maneira a distorcer as perceções dos leitores sobre a realidade da entidade e influenciar as suas impressões em termos de desempenho e perspetivas futuras (Godfrey *et al.*, 2003). Para além da manipulação da informação divulgada, a IM pode também ser apresentada como a sua ofuscação (Courtis, 2004; Leung *et al.*, 2015). Leung *et al.* (2015) argumentam que as divulgações efetuadas nas narrativas discricionárias e mensagens da administração constituem uma importante questão regulatória e de CG, uma vez que a gestão pode fornecer informações mais detalhadas e explicações sobre o desempenho e as perspetivas futuras. Deste modo, as mensagens da administração têm a capacidade de diminuir a lacuna de informações existente entre os membros executivos do *board* e os *stakeholders*. No entanto, é de se salientar que as divulgações efetuadas nas mensagens ficam ao critério da

administração, estando, portanto, sujeitas a intervenções ao nível da gestão. Assim, qualquer influência que exista neste conteúdo pode criar uma perceção mais positiva, ou mais negativa, sobre a forma de gestão das entidades.

Uma das teorias económicas relacionada com as estratégias de IM é a teoria da agência (Osma & Guillamón-Saorín, 2011; Pinheiro, 2014).

A teoria clássica da agência modela as relações entre os diferentes *shareholders* de uma entidade, estando estas repletas de conflitos de interesses (Fama & Jensen, 1983). Nesse sentido, Osma e Guillamón-Saorín (2011) defendem que é expetável que a administração assente as suas decisões dando primazia aos interesses dos *shareholders*. No entanto, a administração pode tomar decisões para maximizar os seus benefícios próprios, uma vez que estão mais informados sobre o verdadeiro desempenho da entidade. A assimetria entre a informação disponível e a informação divulgada pode resultar em graves problemas de risco moral por parte da administração (Beaver, 1998).

O objetivo das estratégias de IM é apresentar uma visão egoísta do desempenho da entidade e da gestão (Neu, 1991). A dificuldade existente no contexto empresarial relaciona-se com o facto de que as ações da administração não podem ser observadas diretamente (Osma & Guillamón-Saorín, 2011). Destarte, os utilizadores das DF devem efetuar as suas próprias avaliações quanto ao desempenho da gestão da entidade tendo por base os relatórios que são preparados pela própria gestão (Lambert & Richard, 2001).

Na análise efetuada por Subramanian *et al.* (1993), constatou-se que a preparação de relatórios para utilização dos *stakeholders* pode, por vezes, criar incentivos à administração para distorcer a perceção, manipulando as DF ou outras comunicações efetuadas, direta ou indiretamente, aprimorando a perceção do desempenho e minimizando a repercussão de notícias negativas. Neste caso, a gestão tem a perceção de que se os fatos verdadeiros forem divulgados, as impressões das partes interessadas podem ser menos favoráveis (Leung *et al.* 2015).

De acordo com Merkl-Davies e Brennan (2007), os motivos para a utilização de estratégias de IM na ótica do preparador da informação, financeira e não financeira, pode ser classificada em duas categorias: ocultação e atribuição.

A Figura 2.5 sintetiza as distintas estratégias associadas às duas categorias anteriormente mencionadas

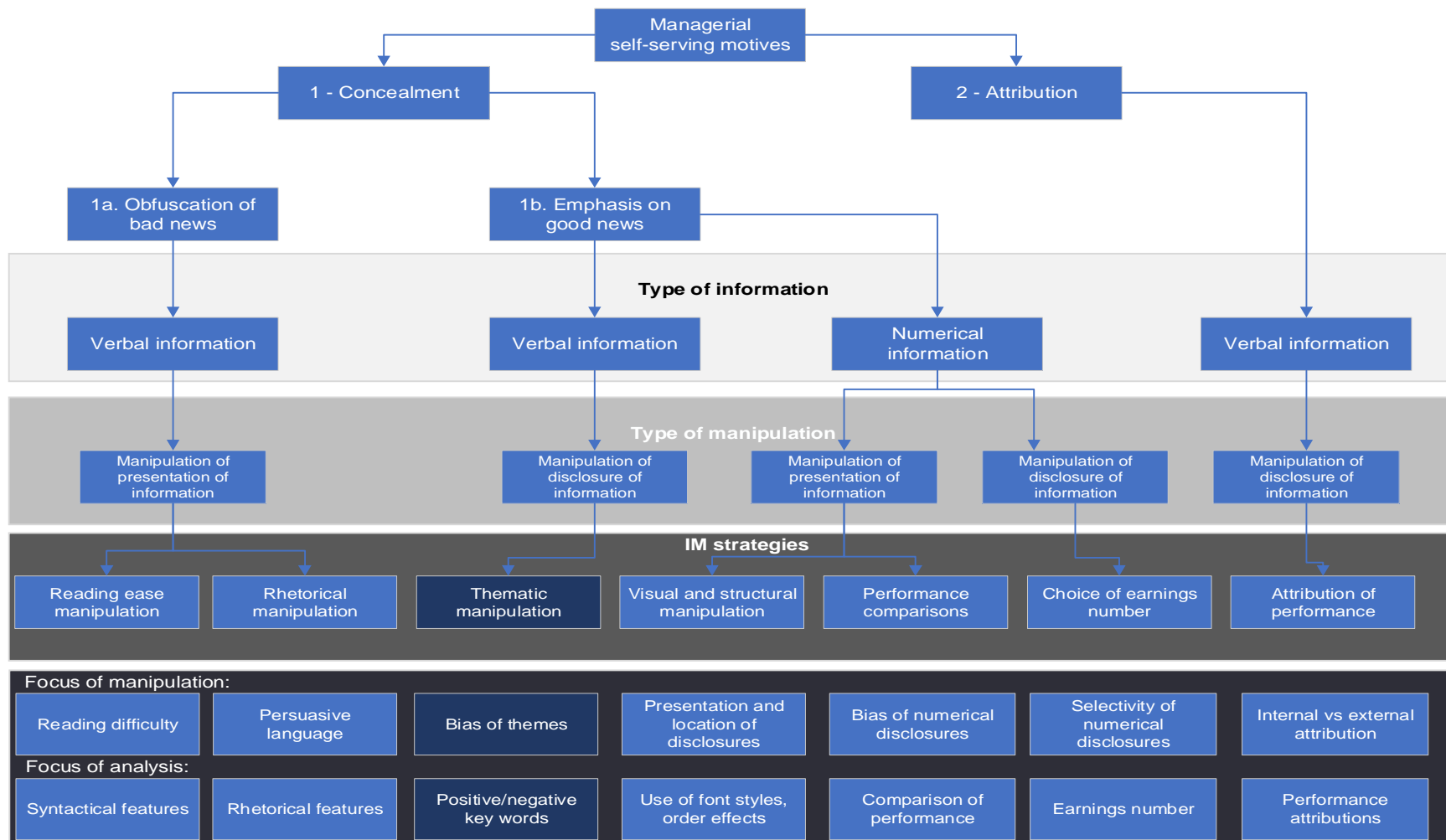


Figura 2.5: Estratégias de IM nas comunicações divulgadas

Fonte: Adaptado de Merkl-Davies e Brennan (2007)

A estratégia de ocultação abrange duas técnicas relacionadas com o obscurecimento ou ofuscação de más notícias e a ênfase de boas notícias.

No primeiro caso (más notícias), utilizam-se as estratégias de manipulação sintática da facilidade de leitura (isto é, fazer com que o texto seja mais difícil de ler) e a manipulação retórica (isto é, utilização de linguagem persuasiva), executadas, em ambos os casos, através da manipulação verbal na forma como a informação é apresentada.

A manipulação sintática nas narrativas pressupõe que a administração utiliza, deliberadamente, uma linguagem mais difícil de ler para ocultar o desempenho negativo. A manipulação retórica, por sua vez, também segue a hipótese de ocultação, sendo indicado que a administração efetua escolhas linguísticas estratégicas para persuadir ou impressionar os leitores e ocultar o desempenho negativo.

No segundo caso (boas notícias), quatro estratégias são utilizadas, estando em causa a manipulação verbal e/ou numérica na forma como a informação é apresentada e/ou divulgada, nomeadamente:

- (i) a manipulação temática, que enfatiza palavras positivas ou enfatiza o desempenho financeiro positivo, sendo uma manipulação verbal da informação divulgada. A estratégia de manipulação temática nas narrativas analisa as expressões positivas e negativas utilizadas no processo de redação;
- (ii) a manipulação visual e estrutural, que enfatiza o aspeto visual ou da ordenação estratégica da informação verbal e/ou numérica, relacionando-se com a forma como a informação é apresentada. Os efeitos visuais podem ser utilizados para dar ênfase de forma deliberada, como apresentar informações no sentido de torná-las mais óbvias através da utilização, por exemplo, de cores, repetições e reforços (Leung *et al.*, 2005);
- (iii) comparações de desempenho, que envolvem a escolha de *benchmarks* que retratam o desempenho financeiro atual da informação numérica divulgada da melhor forma possível. Adicionalmente, Leung *et al.* (2005) afirma que essa estratégia é utilizada como forma de salientar os momentos de desempenho positivo; e
- (iv) a escolha, no contexto da divulgação de informação numérica, de rubricas com impacto positivo e relevante nos ganhos obtidos pela entidade, como forma de retratar um desempenho financeiro mais favorável. Allen *et al.* (2007) entendem que a escolha de resultados específicos, nomeadamente resultados associados a ganhos, são igualmente uma estratégia de IM, sendo efetuada uma

apresentação estratégica nos comunicados e narrativas divulgados, tornando, assim, os julgamentos de investidores menos aprimorados.

Por último, mas não menos importante, inclui-se ainda, nas estratégias de *IM*, a estratégia de atribuição, correspondente à atribuição de determinados resultados a diferentes fatores através da manipulação verbal na forma como a informação é divulgada.

A estratégia associada à atribuição é egoísta, tendo por base que os resultados organizacionais positivos são atribuídos a fatores internos, enquanto os resultados negativos a circunstâncias externas (Aerts, 2005).

Nas seguintes secções e subsecções será efetuada uma descrição e estudos empíricos relativos às estratégias de *IM* apresentadas na Figura 2.5.

2.3.1. Estratégias de ocultação

Os defensores da teoria de agência identificaram que no contexto organizacional, os *shareholders* (principal) preferem administradores (agentes) que se regem pelo controlo sobre administradores operacionais (Berle & Means, 1932).

A separação entre os interesses dos *shareholders* e os interesses dos administradores podem causar problemas de agência (Abrahamson & Park, 1994). Segundo os autores, os problemas de agência podem resultar em:

- (i) conflitos de interesse (onde *shareholders* e administradores têm interesses diferentes); e
- (ii) falta de controlo por parte dos *shareholders* (este problema surge quando os *shareholders* não possuem a informação necessária para avaliar e controlar se os administradores estão a agir de acordo com os interesses destes (Eisenhardt, 1989).

Como tal, os defensores da teoria da agência consideram que, estando reunidas as duas condições anteriormente referidas, os agentes assumem um papel de oportunistas, favorecendo os seus interesses sobre o principal (Abrahamson & Park, 1994). O interesse dos agentes podem ditar o futuro de projetos e unidades de negócio que não apresentam rentabilidade suficiente (Abrahamson & Park, 1994).

No entanto, verifica-se que os administradores desses projetos procuram, por vezes, revitalizá-los numa tentativa de sobrevivência para manter a sua reputação, bem como a dos gestores dos projetos. Em estudos anteriores, comprovou-se que os agentes levam os projetos ruins até ao fim quando estes têm a perceção de que os

shareholders não conseguem aceder à informação necessária para avaliar o sucesso dos mesmos (Harrison & Harrell, 1993).

Conflitos de interesse, assimetrias no acesso à informação e a ocultação por parte dos gestores de projetos pode acontecer quando, no contexto organizacional, ocorrem eventos negativos (Abrahamson & Park, 1994).

Nas subsecções seguintes serão apresentadas as principais estratégias de ocultação identificadas por Merkl-Davies e Brennan (2007).

2.3.1.1. Manipulação temática

Os estudos com foco na manipulação temática pressupõem que a administração procura ocultar as más notícias, quer por via da não divulgação ou por via da divulgação menos enfática quando comparado com notícias positivas (Merkl-Davies & Brennan, 2007).

Na perspetiva de Pinheiro (2014) e em concordância com outros autores da área de estudo, a manipulação temática assenta no princípio da *Pollyanna*. Ora, do fenómeno em apreço resulta que as palavras positivas e afirmativas são utilizadas com mais frequência do que as palavras negativas (Hildebrandt & Snyder, 1981). Os autores relatam que as palavras positivas ocorrem com mais frequência do que palavras negativas em mensagens direcionadas aos *stakeholders*, independentemente da posição financeira da empresa.

Os estudos empíricos desenvolvidos nesta linha indicam que os administradores procuram apresentar-se da melhor forma possível, bem como ao desempenho da entidade enquanto esta se encontra sobre o seu comando e supervisão estratégica. Essa apresentação é manifestada pela prevalência de palavras e assuntos mais positivos em vez de negativos (Merkl-Davies & Brennan, 2007).

Conforme estudado por Smith e Taffler (2000), as duas abordagens genéricas para a análise temática são:

- (i) análise orientada (que envolve a contagem de ocorrência de palavras ou referências concretas); e
- (ii) análise orientada para o significado (que se centra na análise dos assuntos subjacentes aos textos sob investigação).

De salientar que a análise (i) é apresentada como uma análise objetiva e a análise (ii) como uma análise subjetiva.

Weber (1990) argumenta que as análises de frequência de palavras são mais confiáveis do que as análises temáticas, devido à subjetividade deste segundo. No entanto, existem autores que defendem a análise temática como ferramenta de estudo de conteúdo quando este exija um julgamento do usuário para efeitos de determinação das mensagens ocultas transmitidas (Krippendorff, 1980).

O estudo levado a cabo por Abrahamson e Park (1994), através da análise de palavras positivas e negativas, identifica que as entidades que possuem (i) diretores externos, e (ii) um elevado número de investidores financeiros e contabilistas, apresentam uma maior limitação para a ocultação de desempenho organizacional negativo.

Smith e Taffler (2000) verificaram que os modelos lineares demonstram que a combinação de palavras-chave e os assuntos presentes nas narrativas permitem um alto grau de distinção de entidades falidas e financeiramente saudáveis, apesar de ser do conhecimento do mercado que as narrativas da administração têm pouco conteúdo sobre as definições financeiras.

Clatworthy e Jones (2003) identificaram que as entidades com desempenhos positivos apresentam uma maior tendência para se concentrarem nas boas notícias, e não nas más notícias. No entanto, as entidades em declínio de desempenho financeiro não discutem, nem analisam a natureza e razões para o fraco desempenho. Os autores relatam que, na melhor das hipóteses, estas entidades discutem as boas e más notícias de igual forma. Na pior das hipóteses as entidades em declínio focam-se nas boas notícias.

Ainda de acordo com Clatworthy e Jones (2003), este comportamento também é reforçado pela assimetria na divulgação de boas e más notícias. Entidades que apresentam melhores desempenhos, por regra, apresentam um número mais elevado de boas notícias do que as entidades em declínio apresentam más notícias. Em reforço, os autores defendem que os resultados obtidos são consistentes com a teoria de atribuição, uma vez que identificaram que os administradores das entidades com desempenhos positivos bem como negativos preferem culpar a envolvimento pelas más notícias, mas procuram assumir o crédito pelas boas notícias. Assim, os autores argumentam que a administração procura utilizar a mensagem para enfatizar positivamente o desempenho financeiro e tenta desviar as atenções sobre as responsabilidades por resultados financeiros negativos.

Abrahamson e Ami (1996) identificaram uma forte correção negativa entre o tom negativo das mensagens e o retorno esperado das ações das entidades em três períodos, tendo o efeito iniciado dois anos antes da divulgação das informações até ao

ano de divulgação. Adicionalmente, os autores identificaram uma fraca correlação entre a mensagem negativa e os retornos futuros.

No estudo efetuado por Rutherford (2005), foram identificadas evidências de uma maior força do efeito *Pollyanna* em empresas com fraco desempenho. Davis *et al.* (2006) sugerem que a linguagem otimista e pessimista é uma ferramenta de previsão para o desempenho futuro das entidades. Os autores consideram que a administração utiliza uma linguagem otimista e pessimista nos comunicados efetuados. Os resultados obtidos sugerem que os administradores utilizam uma linguagem mais otimista ou mais pessimista para fornecer credibilidade às informações financeiras sobre o desempenho futuro esperado, tendo sido identificado que o mercado responde de forma distinta à utilização de uma linguagem mais otimista ou pessimista.

No estudo desenvolvido por Henry (2006), conclui-se da análise quantitativa que o tom dos comunicados efetuados à imprensa influencia as decisões dos *stakeholders*. A esse respeito, o autor salienta que os retornos por ação são maiores à medida que o tom do comunicado se torna mais positivo. Os resultados do estudo também indicam que os comunicados mais longos diminuem o impacto das notícias no mercado. Além disso, o estudo aponta para que os comunicados com uma natureza mais numérica ajudam a diminuir o impacto no mercado dos resultados mais negativos.

No que respeita aos estudos efetuados em Portugal sobre a manipulação temática, Pinheiro (2014) concluiu que as empresas financeiras portuguesas não adotam significativamente estratégias de IM com o intuito de apresentar uma dissimulação da realidade empresarial. Os níveis de desempenho organizacional, medidos pela taxa de crescimento dos resultados antes de impostos, não afetam a adoção de estratégias de IM. No entanto, Pinheiro (2014) identifica que, em alguns anos, existiram algumas exceções para a conclusão geral. As variáveis (i) referências a terceiros e (ii) palavras com emoção negativa tiveram um impacto significativo na sua utilização ao longo do período de 2006 a 2012. O autor defende que esse acontecimento poderá estar relacionado com a crise financeira vivida neste período. Adicionalmente, o autor refere que as diferenças significativas da adoção de estratégias de IM para as empresas com desempenho negativo e positivo existem, mas são raras, tendo identificado no estudo efetuado apenas duas variáveis que mostraram diferenças significativas em 3 anos diferentes, sendo elas, número de palavras e palavras com emoção positiva. Assim, o autor identifica que os administradores ao redigirem as mensagens, utilizam as estratégias de IM de forma inconsciente, pois o objetivo não é a dissimulação das perceções que os *stakeholders* têm do desempenho organizacional, mas sim o favorecimento da imagem da empresa.

Outro estudo nacional, efetuado por Oliveira e Borges (2016), concluiu que as empresas não financeiras portuguesas não adotam estratégias de IM para apresentar uma imagem dissimulada. Os autores verificaram que o desempenho das entidades (medido através dos resultados antes de impostos) não influenciam a adoção de estratégias de IM. Por fim, recorrendo à análise de conteúdo das mensagens da administração incluídas nos relatórios anuais individuais de 2006-2012 de 27 instituições financeiras, Oliveira *et al.* (2019) concluíram que, mesmo durante o período de crise financeira, as empresas financeiras portuguesas não tenderam na sua maioria a adotar estratégias de IM. No entanto, os autores identificam que, durante esse período, existem algumas evidências de adoção de estratégias de IM.

2.3.1.2. Legibilidade

A legibilidade das divulgações efetuadas pela administração tem vindo a ser um tema recorrentemente estudado nos últimos anos. Grande parte dos estudos associados ao assunto em apreço tentaram avaliar a legibilidade do relatório anual e os seus componentes. Smith e Smith (1971) estudam a legibilidade das notas de rodapé das DF das entidades, tendo concluído que o nível de legibilidade das notas é restritivo. Adelberg (1979) efetuou uma análise a 16 entidades americanas, tendo como objeto de análise as notas de rodapé, comentários da administração às operações e certificação dos auditores, tendo considerado como variável independente o desempenho das entidades. O autor concluiu que as notas de rodapé e os comentários da administração são de difícil leitura, estando o desempenho das entidades negativamente correlacionado com a dificuldade de leitura das notas de rodapé e com a certificação de auditoria.

Seguidamente, Parker (1982) e Lewis *et al.* (1986) analisaram, numa perspetiva de legibilidade, as mensagens da administração constantes nos relatórios anuais. Os autores chegaram à conclusão de que as mensagens da administração apresentam uma legibilidade muito reduzida. Adicionalmente, outros estudos focaram-se nas mensagens da administração tendo em conta diversas variáveis independentes (desempenho e risco (Courtis, 1986), desempenho, tempo, dimensão da entidade, título da mensagem da administração (Jones, 1988; Baker & Kare, 1992; Subramanian *et al.*, 1993; Courtis, 1995; Courtis, 1998; Clatworthy & Jones, 2001; Sydserff & Weetman, 2002; Merkl-Davies, 2007).

Nos referidos estudos, os autores identificaram, através da mensagem da administração, que a legibilidade é reduzida quando o volume de negócios aumenta ao longo do tempo e a entidade passa a ser cotada em bolsa (Jones, 1988). Por outro lado,

identificou-se que as mensagens da administração de grandes entidades são mais legíveis (Merkl-Davies, 2007), mas sem que se tenha conseguido identificar uma relação entre a rentabilidade das entidades e a legibilidade das mensagens (Baker & Kare, 1992). Subramanian *et al.* (1993) identificaram que os relatórios anuais das entidades com bons desempenhos são, por norma, mais legíveis. Adicionalmente, Courtis (1998) verificou que as mensagens da administração de entidades com um nível elevado de cobertura mediática são menos legíveis do que as mensagens de entidades com uma menor exposição. Por fim, Clatworthy e Jones (2001) concluíram que a legibilidade não é explicada pela variabilidade do desempenho das entidades.

A manipulação efetuada pela administração, nomeadamente a ocultação de eventos nas divulgações efetuadas, é uma estratégia adotada quando os administradores têm incentivos para ocultar informações nos momentos em que o desempenho da entidade não é favorável. O aumento da complexidade envolvida nas divulgações tem como principal objetivo que o mercado reaja de uma forma tardia às informações ali apresentadas (Bloomfield, 2002). O pressuposto associado a esta estratégia é de que quanto maior o custo para interpretação da informação, maior será a probabilidade dessa informação não ser refletida por completo no valor de mercado da entidade. (Grossman & Stiglitz, 1980). Assim, os administradores podem querer ocultar estrategicamente as informações adversas por meio de divulgações menos transparentes (Li, 2008). De acordo com Bloomfield (2002), os administradores tomam decisões motivadas, em parte, por um desejo de tornar mais difícil para os *stakeholders* a identificação de informações que estes não querem que sejam reveladas, uma vez que estas poderiam afetar o valor de mercado da entidade.

Em estudos mais recentes, os autores observaram a ocultação de informações em diversos contextos. Lee (2012) analisou se os relatórios trimestrais mais complexos podem comprometer a eficiência do mercado, tendo concluído que estes podem, de facto, colocar em risco a eficiência do mercado de ações uma vez que as informações menos legíveis atrasam as análises das demais entidades. Por outro lado, Dempsey *et al.* (2012) constataram que as entidades com baixos níveis de retorno sobre ativos (ROA) procuram ocultar mais informações nas suas divulgações. Hwang e Kim (2017) identificaram uma correlação negativa entre a legibilidade dos relatórios anuais e o valor de mercado das entidades.

Na perspetiva de Ertugrul *et al.* (2017), a falta de legibilidade do relatório anual e a ambiguidade das narrativas contabilísticas são prejudiciais aos *stakeholders*, pois esses elementos agregam custos no processamento das informações e resultam também no aumento do custo de financiamento externo das entidades. Por fim, Souza *et al.* (2019)

obtiveram resultados empíricos que suportam a hipótese de ocultação de informação por parte da administração, introduzida por (Bloomfield, 2002).

Os resultados obtidos por Souza *et al.* (2019) indicaram que as entidades com menores lucros tendem a apresentar divulgações e narrativas menos legíveis. Deste modo, os autores concluem que os seus resultados se encontram em linha com as conclusões já anteriormente obtidas por diversos autores, de que os administradores deliberadamente constroem mensagens consideradas complexas como forma de esconder o desempenho insatisfatório.

2.3.1.3. Manipulação retórica

As entidades procuram incluir nos relatórios anuais gráficos que contêm dados financeiros importantes. Os gráficos são úteis para exibir informações numéricas de uma forma resumida, bem como para ajudar na obtenção de uma visão holística dos dados (Frownfelter-Lohrke & Fulkerson, 2001). Os gráficos atraem a atenção e facilitam a capacidade humana de ver informação em vez de ler (Pennington & Tuttle, 2008).

Os gráficos são ferramentas poderosas que afetam a impressão do leitor e a tomada de decisão. Contudo, os gráficos inseridos nos relatórios anuais têm uma longa tradição de serem elaborados a fim de dar uma visão mais favorável do desempenho das entidades (Falschlunger *et al.*, 2015). Merkl-Davies e Brennan (2007) afirmam que as perceções do desempenho das entidades podem ser manipuladas pela forma como as informações são apresentadas nos documentos divulgados. Pinheiro (2014) refere que as narrativas contabilísticas apresentam palavras que são mais realçadas do que outras e elementos mais visíveis do que outros.

A manipulação da forma como as imagens e as palavras são apresentadas é uma das mais conhecidas estratégias de IM utilizadas pela administração.

Pennington e Tuttle (2008) afirmam que a apresentação de gráficos tendenciosos ou imprecisos, possivelmente, são tentativas de influenciar a impressão dos utilizadores das DF nos exercícios em que a entidade não consegue atingir os resultados esperados.

A distorção gráfica é destinada a mudar as impressões dos utilizadores por via da perceção de imagens, com o principal objetivo de maximizar os bons resultados ou minimizar os maus (Pennington & Tuttle, 2008).

Na Figura 2.6, Pennington e Tuttle (2008) demonstram na prática o que representa a estratégia de IM associada à manipulação visual e estrutural.

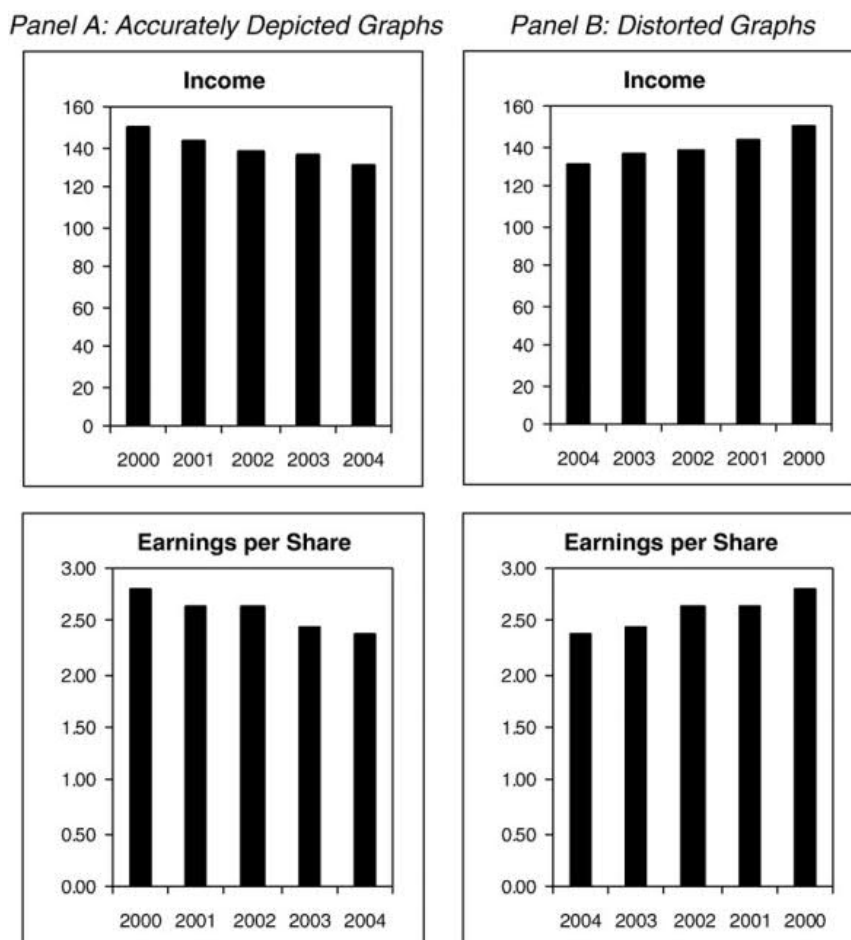


Figura 2.6: Year reversal manipulation.

Fonte: Pennington e Tuttle (2008)

Esta estratégia de IM ocorre quando as entidades exibem informações estrategicamente selecionadas ou apresentam informações de tal forma que distorce a percepção dos leitores sobre o verdadeiro desempenho da entidade (Godfrey *et al.*, 2003).

A estratégia em apreço já foi estudada em diversos países, tendo como principal objetivo a identificação de utilização da manipulação gráfica como forma de obtenção de vantagens. Frownfelter-Lohrke e Fulkerson (2001) verificaram que, embora as entidades dependam fortemente de gráficos, os relatórios anuais contêm um número significativo de gráficos que não cumprem as diretrizes para os bons gráficos.

De acordo com Pennington e Tuttle (2008), as distorções gráficas identificadas de forma mais recorrente nos relatórios anuais são as que apresentam as principais variáveis financeiras, como vendas, rendimento, resultado por ação e dividendos por ação.

Godfrey *et al.* (2003) indicam que o uso seletivo de gráficos, bem como as distorções favoráveis de gráficos, é consistente com a visão de que as entidades utilizam estratégias de IM de forma oportunista.

Em Portugal, a estratégia de IM em apreço também já foi estudada, nomeadamente por Bastardo e Ferreira (2015) e Pinto e Dias (2017). O estudo efetuado por Bastardo e Ferreira (2015) contou com uma análise da utilização gráfica por entidades cotadas na bolsa de Lisboa, tendo os autores concluído que 56% dos gráficos que divulgam os resultados do período exibem uma distorção de medida significativa, sendo que até 73% das distorções são favoráveis às entidades. Os autores também identificaram que a distorção de orientação também é generalizada. Assim, o estudo sugere que a ausência de diretrizes pode estar a contribuir para a manutenção das práticas adversas na utilização gráfica.

Adicionalmente, Pinto e Dias (2017) também desenvolveram um estudo nesta linha de investigação em Portugal. O estudo pretendeu apurar o índice de discrepância dos gráficos de natureza financeira incluídos nos relatórios anuais de entidades cotadas na bolsa de Lisboa, entre os anos de 2010 a 2015. Os autores analisaram, como variáveis independentes, a dimensão, endividamento, a legibilidade. Os autores recorreram à análise de uma regressão para sustentar as suas conclusões e obter os resultados que corroboraram ou não as hipóteses formuladas. Pinto e Dias (2017) concluíram que os resultados do modelo de regressão mostram que nenhuma das variáveis independentes exerce influência sobre o índice de discrepância gráfica, ou seja, as distorções existentes nos gráficos contidos nos relatórios anuais, não são influenciadas pela rendibilidade, pelo endividamento, pela dimensão, pelo tipo de auditor e pelo setor de atividade.

2.3.1.4. Comparação de desempenho e seletividade

Uma outra estratégia de IM recorrentemente implementada é a seleção dos principais números de desempenho, bem como as melhores comparações de desempenho (Brennan *et al.*, 2009).

Diversos estudos sugerem que a seleção dos números associados ao desempenho e a escolha das principais comparações é tendenciosa por forma a acentuar as melhorias no desempenho nos comunicados anuais (Schrand & Walther, 2000), *press release* (PR) (Osma & Jones, 2012) e nas mensagens da administração das entidades (Clatworthy & Jones, 2006).

Um dos primeiros estudos de referência nesta matéria, nomeadamente o realizado por Lewellen *et al.* (1996), examinou a forma de apresentação das comparações dos preços das ações nos relatórios anuais. Os autores identificaram que as comparações selecionadas eram tendenciosamente inferiores, o que permitiu à administração divulgar um retorno por ação muito superior.

Short e Palmer (2003) investigaram se as comparações efetuadas nas mensagens da administração tendem a utilizar, como ponto de referência, resultados internos (isto é, resultados passados) ou externos (isto é, médias dos principais concorrentes) para efeitos de comparação de desempenho. Os autores identificaram que 85,4% das entidades analisadas optam pela utilização de comparações internas, enquanto apenas 14,6% optaram por comparar os seus resultados com entidades externas. Adicionalmente, Short e Palmer (2003) sugerem que as maiores entidades e com os melhores níveis de desempenho utilizam, por norma, comparativos externos nas mensagens da administração, enquanto entidades mais pequenas e de baixo desempenho preferem optar por uma comparação interna.

Cassar (2001) estudou o comportamento egoísta dos preparadores dos relatórios anuais através da análise de divulgações voluntárias de gráficos de desempenho nos relatórios anuais. Os resultados obtidos demonstraram que as entidades com melhores desempenhos apresentaram uma maior probabilidade de divulgar gráficos de desempenho das ações. O autor indica que a seletividade associada à decisão de efetuar comparações dentro dos gráficos resultou em que 87% das entidades apresentassem um desempenho melhor do que as comparações divulgadas.

Face ao exposto, a seletividade e a compatibilidade são estratégias implementadas pela administração por forma a selecionar as métricas que retratam a entidade no seu melhor desempenho (Brennan *et al.*, 2009).

2.3.1.5. Atribuição

A estratégia de atribuição foi estudada em diversas ocasiões no contexto das narrativas anuais de relatórios (Bettman & Weitz, 1983; Staw *et al.*, 1983; Salancik & Meindl, 1984; Clapham & Schwenk, 1991; Aerts, 1994, 2001; Wagner & Gooding, 1997; Tsang, 2002; Clatworthy & Jones, 2003).

Em geral, tais estudos identificam uma tendência para se atribuir efeitos ou resultados positivos aos fatores internos (isto é, ações da própria organização, como estratégia da entidade, decisões, *know-how*, potencial dos recursos humanos, entre outros) e resultados negativos no caso de eventos externos ou fatores aleatórios (estado atual do mercado, inflação, preços de mercado, política governamental, entre outros). Adicionalmente, os estudos efetuados por Aerts (1994, 2001); Clatworthy e Jones (2003) identificam que os resultados negativos são apresentados através da utilização de terminologias contabilísticas, enquanto resultados positivos são explicados por declarações claras de causa e efeito.

A estratégia de IM associada à atribuição de desempenho presume que a administração atua de forma egoísta, onde procura atribuir os resultados positivos a fatores internos enquanto os resultados negativos são associados a fatores externos (Merkl-Davies & Brennan, 2007; Brennan *et al.*, 2009; Edgar *et al.* 2018). A atribuição de ações e eventos é tendenciosa, no sentido em que as pessoas tendem a assumir o crédito pelo sucesso e negam a responsabilidade pelo fracasso (Knee & Zuckerman, 1996).

Face ao exposto, a secção 2.4, dedica-se à apresentação de estudos sobre a estratégia de IM objeto da presente dissertação, nomeadamente a manipulação temática.

2.4. Estudos empíricos sobre a manipulação temática

A manipulação temática, linha de investigação específica do IM seguida nesta dissertação, tem vindo a ser estudada em vários países, incluindo Portugal. A Tabela 2.1 apresenta alguns dos estudos identificados sobre o assunto em apreço.

Tabela 2.1: Estudos sobre manipulação temática

Autor	País de análise	Tipo de análise	Amostra	Variáveis independentes	Fonte
Abrahamson e Park (1994)	Estados Unidos	Palavras-chave positivas e negativas	1 118	Desempenho e variáveis de CG	Mensagens dos presidentes
Smith e Taffler (2000)	Reino Unido		66	Sobrevivência das entidades	
Clatworthy e Jones (2003)	Reino Unido		100	Desempenho	
Pinheiro (2014)	Portugal	Palavras com emoções positivas/negativas	128	Desempenho e dimensão	
Oliveira e Borges (2016)	Portugal	Manipulação temática (palavras positivas/negativas)	45	Desempenho, dimensão, dependência financeira, cotadas versus não cotadas, proximidade dos clientes e fornecedores	
Rutherford (2005)	Reino Unido	Frequência das 90 palavras-chave	44	Desempenho	
Abrahamson e Ami (1996)	Estados Unidos	Palavras chave positivas e negativas	1 355	Desempenho, dimensão e retorno do capital	PR
Davis, Piger e Sedor (2006)	Estados Unidos	Otimismo/pessimismo	23 622	Desempenho futuro, dimensão, setor e período	
Henry (2006)	Estados Unidos	Tom (positivo/negativo); tamanho do PR; complexidade; intensidade numérica	1 366	Retorno por ação	
Henry (2006)	Estados Unidos	Palavras-chave; dimensão do PR; complexidade; intensidade numérica; tom da mensagem	441	Reação do mercado	

2.4.1. Estudos sobre a análise sentimental das divulgações

Uma das principais vertentes analisadas nos estudos empíricos está relacionada com a abordagem de palavras-chave e as emoções positivas e negativas nas mensagens da administração (Abrahamson & Park, 1994; Abrahamson & Ami, 1996; Smith & Taffler, 2000; Clatworthy & Jones, 2003; Davis *et al.*, 2006; Pinheiro, 2014; Oliveira & Borges, 2016).

Abrahamson e Park (1994), a partir da análise de 1.118 mensagens da administração de entidades norte americanas referentes ao exercício findo em 1988, identificaram que o desempenho financeiro e suas alterações estão negativamente correlacionados com a negatividade apresentada nas mensagens da administração. Os resultados obtidos sugerem que, quando o desempenho financeiro é baixo, os gestores tendem a divulgar mais eventos organizacionais negativos, sendo estes, posteriormente, refletidos na mensagem da administração. Identificaram também, ao contrário das expectativas iniciais, que a presença de diretores externos na administração está negativamente correlacionada com as divulgações. Adicionalmente, identificaram uma correlação negativa entre a negatividade apresentada nas mensagens da administração e a percentagem de ações detidas por *shareholders* institucionais. Por fim, os autores concluíram que as divulgações apresentam menos eventos organizacionais negativos nas mensagens da administração nos momentos que antecedem as vendas de um grande número de ações por parte dos administradores.

Abrahamson e Ami (1996) deram continuidade ao primeiro estudo efetuado, examinando a associação entre as informações contidas nas mensagens da administração e o desempenho das entidades. Adicionalmente, procederam à análise da associação transversal entre as informações contidas nas mensagens da administração e o retorno por ação das entidades. Para o efeito, analisaram os dados de 1.355 entidades norte americanas para o ano de 1988. A análise efetuada permitiu aos autores compreender a forma como os *stakeholders* utilizam as informações contidas nas mensagens em conjunto com as informações financeiras disponíveis. Os resultados obtidos indicaram que o desempenho das entidades está relacionado com o conteúdo apresentado na mensagem da administração. Os autores identificaram uma correlação negativa entre a percentagem total de palavras negativas contidas nas mensagens da administração e o desempenho das entidades nos seis períodos seguintes à divulgação. Por outro lado, constataram uma correlação negativa entre o total de palavras negativas contidas nas mensagens e o retorno esperado por ação. Por fim, os autores observaram que os resultados apurados sugerem que a mensagem da

administração inclui informações úteis sobre o futuro das entidades e não apenas sobre o desempenho anterior.

Smith e Taffler (2000) adotaram uma abordagem distinta dos estudos anteriores. De modo a avaliar se as divulgações efetuadas nas mensagens da administração apresentam uma utilidade efetiva para as decisões dos *stakeholders*, os autores utilizaram uma abordagem sustentada na análise de palavras-chave, frases ou temas considerados nas mensagens e que englobados podem ser sistematicamente associados ao subsequente colapso ou sucesso das entidades. Para o estudo foi recolhida informação de 33 entidades britânicas que entraram em colapso, entre os anos de 1978 e 1985, e 33 entidades bem-sucedidas, por forma a obter uma correspondência entre as amostras. Os resultados obtidos permitiram que os autores identificassem, na grande maioria das entidades, que as primeiras impressões criadas pelo primeiro parágrafo das mensagens da administração são dominantes. Adicionalmente, os resultados apontaram para a existência de uma forte correlação entre as palavras utilizadas nas mensagens da administração e a falência das entidades. Por fim, os autores argumentam que os resultados obtidos demonstram que as divulgações não auditadas, efetuadas pela administração, contêm informações importantes associadas ao futuro estado financeiro das entidades.

Já o estudo efetuado por Clatworthy e Jones (2003) procurou examinar se as entidades com um desempenho em melhoria e em declínio divulgam as boas e más notícias de maneiras diferentes. Dados de 100 entidades britânicas foram recolhidos e divididos em dois grupos, 50 entidades com forte desempenho positivo e 50 entidades com forte desempenho negativo. Relativamente às entidades com um desempenho em melhoria, os resultados obtidos apontam para a existência de uma diferença significativa entre a quantidade de boas notícias e más notícias divulgadas, existindo ainda diferenças significativas entre o espaço dedicado na mensagem para a divulgação de boas notícias e más notícias entre as entidades com melhorias de desempenho e as entidades com desempenho em declínio. Adicionalmente, os autores verificaram que as entidades com melhorias de desempenho relatam mais boas notícias do que as entidades com um desempenho em declínio. Por outro lado, relativamente às entidades com declínio no desempenho, os autores verificaram que não existe uma diferença significativa entre as boas e más notícias divulgadas, tendo sido ainda identificado que as entidades com desempenho em declínio divulgam significativamente mais más notícias do que as entidades com melhorias de desempenho. É ainda importante salientar que os autores comprovaram que a quantidade de boas notícias divulgadas pelas entidades com melhorias de desempenho é superior à quantidade de más notícias divulgada pelas

entidades com um desempenho em declínio. Assim, e conforme esperado pelos autores, as entidades com melhorias de desempenho tendem a divulgar mais boas notícias do que as entidades com declínios de desempenho tendem a divulgar más notícias.

Enquanto os estudos anteriores se focaram nas mensagens da administração, Davis *et al.* (2006) examinaram se a administração utiliza uma linguagem otimista e pessimista nos PR e avaliaram se o mercado responde à linguagem otimista e pessimista utilizada nos comunicados. Para o efeito, os autores consideraram uma amostra de 23.622 PR de entidades norte americanas, entre os anos de 1998 e 2003. À semelhança do estudo efetuado por Smith e Taffler (2000), os autores concluem que a linguagem otimista e pessimista é preditiva do desempenho futuro das entidades. Os resultados obtidos sugerem que os administradores utilizam uma linguagem otimista e pessimista nos PR para fornecer informações para o mercado sobre desempenho futuro esperado das entidades. Adicionalmente, os autores identificaram que o mercado reage à quantidade inesperada de linguagem otimista e pessimista. Assim, Davis *et al.* (2006) concluem que os resultados obtidos sugerem que *stakeholders* consideram, pelo menos em parte, que a utilização de linguagem otimista e pessimista no PR confere uma credibilidade a este, apesar da existência de oportunidade para os administradores se comportarem de forma oportunista ao selecionar a linguagem a incluir nas divulgações.

No contexto nacional destacam-se os estudos realizados por Pinheiro (2014) e Oliveira e Borges (2016).

Pinheiro (2014) analisou a utilidade da informação contida nas mensagens da administração das entidades financeiras portuguesas e avaliou o impacto da crise financeira nas estratégias de IM. O objetivo do estudo foi verificar se, de facto, existia ou não a utilização de estratégias de IM nas mensagens da administração, com o intuito de manipular a percepção dos *stakeholders* sobre o nível de desempenho organizacional das entidades. O estudo contou com uma seleção de 128 mensagens da administração, entre os períodos de 2006 e 2012, tendo Pinheiro (2014) concluído que as estratégias de IM - número de palavras, autorreferências, palavras com emoção positiva e a referência a indicadores de desempenho financeiro – utilizadas pelas entidades portuguesas não são significativamente diferentes dentro do período analisado. Adicionalmente, os resultados obtidos não apontaram para a existência de diferenças significativas na adoção de estratégias de IM para as entidades financeiras Portuguesas com desempenho organizacional positivo e negativo ao longo do período analisado. Nesse sentido, Pinheiro (2014) argumenta que entidades financeiras Portuguesas adotam estratégias de IM de forma inconsciente, sem que o objetivo principal seja a

dissimulação das percepções dos *stakeholders* sobre o desempenho organizacional, mas sim como uma forma de favorecimento da imagem da entidade.

O estudo efetuado por Oliveira e Borges (2016), por sua vez, teve como objetivo avaliar a forma como administradores em Portugal constroem as suas narrativas de forma a gerir as percepções dos *stakeholders* sobre a imagem da entidade em períodos de recursos escassos. Para o efeito, os autores consideraram uma amostra de 25 entidades portuguesas cotadas na bolsa de Lisboa, em dezembro 2010. Oliveira e Borges (2016) identificaram que as entidades portuguesas utilizam, em média, mais palavras com conotação positiva do que negativa. No entanto, os autores defendem que os resultados obtidos permitem confirmar que as entidades portuguesas não financeiras não adotam estratégias de IM no sentido de apresentar uma impressão dissimulada. Por outro lado, os autores argumentam que os administradores de entidades portuguesas não financeiras apresentam uma imagem precisa, embora favorável, das entidades geridas e dos resultados organizacionais.

2.4.2. Estudos sobre a análise da estrutura frásica das divulgações

A segunda linha de investigação associada à manipulação temática foca-se na análise frásica das mensagens da administração, o que compreende a análise à estrutura quanto à complexidade, intensidade numérica, dimensão e entre outros (Rutherford, 2005; Henry, 2006; Oliveira & Borges, 2016).

O estudo desenvolvido por Rutherford (2005) pretendeu comprovar se, através da análise de frequências de palavras, seria possível confirmar que a administração utiliza, tendenciosamente, a estratégia de IM associada ao princípio da *Pollyanna* nas narrativas contabilísticas. Para o efeito, o autor utilizou 44 narrativas retiradas dos relatórios anuais de entidades britânicas, referente ao ano de 1998, tendo efetuado, em uma primeira fase, uma análise às narrativas no sentido de identificar os elementos não relevantes (imagens, os gráficos, as tabelas e as citações). Em uma segunda fase, o autor apurou as 50 palavras que apresentaram uma maior frequência nas narrativas, tendo concluído que, apesar de as narrativas contabilísticas serem produzidas sob a orientações oficiais que exigem que estas sejam efetuadas de uma forma neutra, o efeito *Pollyanna* pode ser identificado nas narrativas contabilísticas. Adicionalmente, os resultados obtidos estão em linha com os resultados já apurados por Clatworthy e Jones (2003), onde se identificaram evidências de um efeito *Pollyanna* mais forte em empresas com baixo desempenho.

Henry (2006) desenvolveu dois estudos sobre a análise do PR e a sua construção frásica. O autor utilizou diversas técnicas para o efeito, nomeadamente o tom, extensão

do PR, complexidade frásica, intensidade numérica. No primeiro estudo, o autor contou com uma amostra de 1.366 PR que incluiu entidades do setor de telecomunicações e dos serviços de informática, para o período de 1998 a 2002. O estudo focou-se nos retornos anormais por ações em datas próximas às divulgações dos PR, tendo o autor desenvolvido uma análise ao tom e ao estilo das divulgações através de programas específicos para a análise de conteúdo. Os resultados obtidos por Henry (2006) indicam que os ganhos comunicados nos PR compartilham algumas semelhanças estruturais com os relatórios anuais e que, tal como acontece com a comunicação da entidade em geral, esses PR exibem uma potencial dualidade de propósitos: informação e promoção. Adicionalmente, os resultados obtidos pelo autor sugerem que o tom dos PR influencia os investidores, tendo sido verificado que quanto mais positivo o tom da comunicação maior são os retornos por ação. Os resultados obtidos também indicam que os comunicados mais longos diminuem o impacto no mercado. Para além disso, os autores sugerem que comunicados mais numericamente intensivos podem diminuir o impacto no mercado.

No segundo estudo desenvolvido por Henry (2006), procurou-se identificar se a inclusão em um modelo estatístico de uma vasta variedade de divulgação contidas no PR potencializam a previsão das respostas do mercado aos resultados divulgados, nomeadamente as divulgações financeiras relatadas através de índices contabilísticos e as componentes verbais das divulgações. Para o efeito, o autor considerou uma amostra de 442 PR de entidades americanas, para o ano de 2002. A extensão da análise a diversas divulgações requer uma metodologia projetada para utilizar um grande número de variáveis dependentes, bem como um número elevado de preditivos. Nesse sentido, o autor optou por utilizar um algoritmo de *data-mining*, conhecido por *classification and regression trees*. Os resultados obtidos permitiram concluir que a inclusão de variáveis verbais nos modelos estatísticos resulta em um maior poder preditivo destes (previsão dos retornos por ação). O autor justifica a sua conclusão indicando que as componentes verbais das divulgações são menos obsoletas do que as informações financeiras.

No capítulo seguinte (Hipóteses e metodologia) serão apresentados elementos relativos à metodologia e às hipóteses subjacentes ao estudo a ser efetuado.

3. Hipóteses e metodologia

Este capítulo encontra-se dividido em quatro secções. A primeira secção dedica-se à apresentação da variável dependente, isto é, o tom da mensagem da administração. O objetivo desta secção é de demonstrar os processos inerentes ao apuramento da variável dependente. Posteriormente, a segunda secção, destina-se a apresentar, após o enquadramento teórico anteriormente desenvolvido, as hipóteses desenvolvidas para o estudo. Esta secção encontra-se segregada em subsecções onde são apresentadas as hipóteses associadas a cada fator influenciador da mensagem da administração. A terceira secção destina-se a identificar os critérios que estiveram na base da seleção das entidades foram selecionadas para este estudo. Por fim, a quarta secção apresenta as principais técnicas estatísticas utilizadas para a obtenção dos resultados, os quais serão objeto de análise no capítulo subsequente.

3.1. Obtenção de dados e definição de variável dependente

O objetivo do presente estudo tem subjacente a análise dos distintos fatores que potencialmente influenciam o tom das mensagens da administração dos bancos em Portugal (variável dependente do estudo). Para a obtenção da variável dependente, utilizou-se a análise textual computadorizada para obter o tom presente nas mensagens.

Primeiramente, o *software* “R” foi utilizado como ferramenta de *data mining* da informação não financeira. Os diversos ficheiros em formato PDF com cada mensagem da administração foram inseridos no “R”, sendo removidas todas as imagens e assinaturas. Posteriormente, as mensagens foram convertidas numa *string* única, sendo separadas em diversas sentenças (considerou-se que uma sentença começa numa letra maiúscula e termina num ponto final). Neste processo, foram retiradas 2.292 frases únicas. Após o levantamento de todas as frases necessárias para a análise, identificou-se o *software* que serviu de motor para a identificação do tom das mensagens.

O *Alteryx* foi o *software* escolhido como ferramenta de trabalho, tendo servido de *interface* para tratamento de dados não financeiros. Trata-se de um *software* utilizado para a análise de dados, projetado para simplificar as análises avançadas de *data science* e *analytics*. A intervenção do *software Alteryx* consistiu no apuramento de um *scoring* associado a cada mensagem da administração. O *scoring* representa a classificação frásica apurada através de um *Application Programming Interface* (API) da Microsoft, que utilizou o *Alteryx* para ativar o *machine learning* sobre a base de dados com a informação não financeira.

O API da Microsoft contém uma funcionalidade de análise de sentimento que avalia os resultados de texto e devolve pontuações e rótulos de sentimento para cada frase. Após a ativação do API através do *Alteryx*, o sistema de inteligência artificial devolve rótulos de sentimento (tais como “negativo” e “positivo”) e pontuações de confiança a nível da frase (*scoring*), que variam entre “0” e “1” (sendo um “0” o *scoring* mais negativo para uma frase e “1” o mais positivo).

Entendeu-se que a utilização dos *softwares* anteriormente referidos consubstanciou numa inovação face aos restantes estudos de IM, uma vez que estes utilizam, por regra, os *softwares* DICTION ou CFIE. Por outro lado, a atribuição de um *scoring* frásico também é um diferenciador do estudo. Muitos estudos considerados utilizam a abordagem de *bag-of-words*, utilizado em métodos de classificação de documentos onde a frequência de cada palavras é considerada como um recurso para treinar e estabelecer uma classificação. O modelo *bag-of-words* visa medir a frequência de palavras em um documento com base numa lista de palavras que representam, no numerador, a variável examinada (palavras positivas e negativas) e, no denominador, o número total de palavras no documento (Henry & Leone, 2016).

Não obstante a abordagem diferente da generalidade dos estudos nessa área, para a definição do valor final (*scoring*) a atribuir a cada mensagem utilizou-se uma abordagem semelhante às investigações efetuadas por (Arslan-Ayaydin *et al.*, 2016; Davis *et al.*, 2015; Davis & Tama-Sweet, 2012; Feldman *et al.*, 2010; Loughran & McDonald, 2011; Yekini *et al.*, 2016 e Bassyouny *et al.*, 2020).

Assim, primeiramente apurou-se o *scoring* atribuído a cada frase da mensagem da administração através do API. Posteriormente, somou-se o total dos *scorings* obtidos para cada entidade e por ano de análise, sendo este resultado dividido pelo total de frases consideradas em cada mensagem.

Face ao exposto, a definição da variável dependente teve por base uma série de estudos de IM que utilizaram o tom das mensagens da administração.

3.2. Hipóteses de estudo e variáveis independentes

Conforme referido anteriormente, o objetivo do presente estudo consiste na identificação de elementos, doravante designados fatores explicativos, que influenciam o tom das mensagens da administração das entidades do setor bancário, variável dependente deste estudo.

Na Tabela 3.1 apresenta-se um resumo das hipóteses propostas para o desenvolvimento do presente estudo, bem como as variáveis independentes consideradas.

Tabela 3.1: Hipóteses de estudo e variáveis definidas

Hipótese	Área de análise	Fator explicativo	Descrição	Variável independente (<i>proxies</i>)
H1	Macroeconómica	Evolução macroeconómica	O tom da mensagem da administração nos relatórios e contas das entidades do setor bancário é diretamente influenciado pela evolução que se observa no ambiente macroeconómico nacional.	Variação do PIB [ano (n) – ano (n-1)]
H2.1	<i>Corporate governance</i>	Estrutura da administração	O tom da mensagem da administração é inversamente influenciado pela presença de administradores não executivos no órgão de gestão.	Percentagem de administradores não executivos
H2.2		Controlo	O tom da mensagem da administração é inversamente influenciado pela percentagem de participação detida pelo controlador.	Valor da maior percentagem detida por terceiros
H2.3		Política de remuneração	O tom da mensagem da administração é diretamente influenciado pela política de remuneração da administração baseada nos resultados obtidos.	Administração remunerada em função do desempenho (variável <i>dummy</i>)
H3.1	Económico-financeira	Dimensão	O tom da mensagem da administração é inversamente influenciado pela dimensão da entidade	Total de rendimentos com juros e serviços prestados
H3.2		Liquidez	O tom da mensagem da administração é diretamente influenciado pela liquidez da entidade.	Peso dos empréstimos no total do ativo
H3.3		Qualidade dos ativos	O tom da mensagem da administração é diretamente influenciado pela qualidade dos ativos da entidade.	Peso das imparidades no total de créditos concedidos
H3.4		Endividamento	O tom da mensagem da administração é diretamente influenciado pelo endividamento da entidade.	Peso do passivo no total do ativo
H3.5		Rendibilidade	O tom da mensagem da administração é inversamente influenciado pela rendibilidade da entidade.	Rendibilidade do ativo
H3.6		Crescimento da rendibilidade	O tom da mensagem da administração é inversamente influenciado pelo crescimento observado na rendibilidade da entidade.	Evolução da rendibilidade do ativo [ano (n) - ano (n-1)]
H3.7		Crescimento da atividade	O tom da mensagem da administração é inversamente influenciado pelo crescimento observado na atividade da entidade.	Taxa de crescimento da atividade [ano (n) - ano (n-1)]

Conforme se observa a partir da Tabela 3.1, foram considerados distintos fatores, inseridos em três diferentes áreas de análise, nomeadamente o enquadramento macroeconómico, bem como a estrutura do CG e os indicadores económico-financeiros específicos da entidade em análise. As variáveis selecionadas como *proxies* dos referidos fatores compõem o conjunto de variáveis independentes propostas para este estudo.

Face ao exposto, e de forma a atender aos objetivos definidos para este estudo, foram criadas onze hipóteses de relacionamento entre a variável dependente e as independentes, deduzidas a partir da revisão da literatura efetuada sobre a matéria em estudo.

Ao longo desta secção será efetuada uma descrição das hipóteses e variáveis independentes com estas relacionadas, sendo, posteriormente, efetuada uma descrição do apuramento da variável independente.

3.2.1. Fatores macroeconómicos

Um dos eventos que podem despoletar a utilização de estratégias de IM está associado a períodos de recursos escassos (Leary & Kowalski, 1990). Segundo Patelli e Pedrin (2014), no entanto, as condições macroeconómicas difíceis caracterizadas por alta incerteza e perspectivas desfavoráveis podem reduzir os incentivos para tentar impressionar os *stakeholders*. Adicionalmente, a literatura científica revela que a tentativa de inclusão de estratégias de IM em condições macroeconómicas difíceis poderá acarretar custos substancialmente superiores (Patelli & Pedrin, 2014).

Desse modo, a teoria institucional destaca o efeito da pressão social nas estratégias de divulgação (DiMaggio & Powell, 1991), devendo a administração agir conforme as regras institucionais. Por conseguinte, as condições macroeconómicas difíceis exercem uma pressão social para a existência de uma maior transparência e compreensão dos eventos que envolvem as entidades, tal como ocorrido em 2008, com o aumento do escrutínio e regulamentação aplicável aos bancos. Assim, os desvios oportunistas da norma com o objetivo de impressionar e manipular as perceções podem ser extremamente dispendiosos durante as recessões económicas, quer para a legitimidade organizacional, quer para a reputação da administração (Patelli & Pedrin, 2014).

Considerando tais elementos, a hipótese definida para este estudo terá subjacente a expectativa de que o tom da mensagem da administração das entidades do setor bancário seja influenciado pelo cenário macroeconómico nacional, apresentando-se, no entanto, alinhado com a evolução que se observa nesse contexto em cada período. Por

outras palavras, o tom da mensagem da administração apresentar-se-ia mais positivo (negativo) em períodos de evolução macroeconómica mais favorável (desfavorável).

Assim, considerando que o tom das mensagens da administração é potencialmente influenciado pelos fatores macroeconómicos, formulou-se a seguinte hipótese geral de estudo:

H1. O tom da mensagem da administração nos relatórios e contas das entidades do setor bancário é diretamente influenciado pela evolução que se observa no ambiente macroeconómico nacional.

Para o efeito, identificou-se que a variável independente relevante para o estudo da evolução macroeconómica seria a variação do PIB (VPIB), apurada de acordo com a seguinte fórmula:

$$\text{Variação do PIB (VPIB)} = \text{PIB} (n) - \text{PIB} (n - 1)$$

A variável em apreço foi utilizada para estabelecer uma relação entre o tom da mensagem da administração e evolução macroeconómica do mercado português.

A hipótese em apreço será um incremento à literatura existente, uma vez que, a partir dos estudos analisados, os autores não consideraram a evolução macroeconómica como fator explicativo do tom das mensagens da administração. A inclusão da variável independente relativa à evolução do ambiente macroeconómico (VPIB) compreende, assim, uma aparente novidade aos estudos dedicados à análise de estratégias de IM, sendo adaptável às investigações futuras na medida em que se apresenta como uma variável inerente às economias nacionais onde as entidades do setor bancário maioritariamente atuam.

3.2.2. Variáveis de corporate governance

As variáveis de CG fornecem a base para os princípios de responsabilidade existentes numa entidade (Osma & Guillamón-Saorín, 2011). Estas variáveis abrangem todos os mecanismos de controlo e prevenção que visam garantir que os ativos das entidades são geridos de forma eficiente e no interesse dos *shareholders*, tendo como objetivo atenuar os problemas da agência (Shleifer & Vishny, 1997).

Os mecanismos eficientes de CG ajudam na supervisão da tomada de decisão da administração (McKnight & Weir, 2009) e reduzem os custos de agência e o risco associado à ofuscação de resultados (LaFond & Watts, 2008).

Shleifer e Vishny (1997) referem que as entidades, por vezes, não se preocuparam com a implementação de mecanismos de CG, uma vez que, a longo prazo, a competição

existente no mercado forçará as entidades a minimizar custos. Como parte desta minimização de custos, as entidades procedem à adoção de regras, incluindo mecanismos de CG, os quais permitem melhorar a sua imagem e abrir portas para novo capital externo ao menor custo possível.

Não obstante, como resultado da introdução de capital externo, existe uma necessidade intrínseca do investidor de se assegurar quanto ao investimento efetuado. Para o efeito, os mecanismos de CG permitem identificar controlos e medidas para fornecer este tipo de garantia ao *shareholder*.

Iatridis (2016) argumenta que a apresentação de DF “conservadoras” e que retratam verdadeiramente o desempenho das entidades podem provocar impactos adversos, nomeadamente uma possível redução do valor das ações ou um aumento de dificuldades de *funding*. Assim, tais entidades procuram utilizar estratégias de IM na tentativa de comprometer a qualidade das divulgações, influenciando não só a mensagem transmitida, mas também as expectativas dos *stakeholders*. Adicionalmente, os resultados do estudo efetuado por Iatridis (2016) permitiram concluir que as entidades que utilizam uma linguagem pessimista e que apresentam um maior nível de conservadorismo tendem a dispor de mecanismos de CG mais fortalecidos.

Assim, e uma vez que a composição ou estrutura de CG das entidades pode influenciar o tom da mensagem da administração, foi definida a seguinte hipótese geral de estudo:

H2. O tom da mensagem da administração nos relatórios e contas das entidades do setor bancário é influenciado pelas variáveis de CG.

3.2.2.1. Representação externa no conselho de administração

A entrada de novo capital poderá significar o aumento dos níveis de representação externa no conselho de administração (Xie *et al.*, 2003).

Duellman e Ahmed (2013) reforçam que a presença de administradores independentes e não executivos no órgão de gestão permitirá motivar a persecução dos interesses dos *shareholders*, bem como mecanismos de monitoramento das ações dos gestores.

Noutra perspetiva, nos princípios de CG emanados pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) verifica-se que o órgão de administração deve ter a capacidade de proceder, com objetividade e independência, à avaliação dos negócios da entidade e que, para tal, na sua composição se exige que um número suficiente dos seus membros goze de independência da gestão, ou seja, membros não executivos (Agrida, 2019).

Diversos estudos empíricos analisaram a eficácia da monitorização fornecida por administradores externos na manutenção dos interesses dos *shareholders*, tendo-se concluído que a inclusão de administradores externos pode, em determinadas situações, proteger os *shareholders* principalmente quanto aos problemas de agência (Xie *et al.*, 2003).

Hermalin e Weisbach (2003) defendem que uma explicação potencial para essa conclusão pode ser a relação endógena entre o desempenho da empresa e a estrutura do conselho de administração.

Essa relação indica que o desempenho financeiro de uma entidade pode ser afetado pela estrutura ou composição do conselho em atividade. No entanto, o desempenho de uma entidade pode influenciar a seleção subsequente desse mesmo conselho (Xie *et al.*, 2003).

Assim, as conclusões obtidas em estudos empíricos anteriores destacam a importância da estrutura da administração e, principalmente, da existência de administradores independentes por forma a garantir que a administração atue no interesse dos *shareholders*.

Verifica-se, portanto, que a perceção do mercado é de que a presença de administradores externos garante uma monitorização mais apertada à administração das entidades, assegurando que os interesses dos *shareholders* e administradores encontram-se alinhados (Abrahamson & Park, 1994).

Por outro lado, os defensores da teoria da agência assumem que a presença de administradores externos é uma limitação ao sentido de oportunismo dos restantes administradores, afirmando assim que estes podem ser mais eficientes na identificação de tentativas de utilização de estratégias de IM para ofuscar a perceção dos *shareholders*,

No estudo desenvolvido por Abrahamson e Park (1994), os autores identificaram, ao contrário do que fora inicialmente esperado, que a presença de diretores externos na administração encontra-se negativamente relacionada com as divulgações de eventos negativos. Os autores assumem que uma das possíveis explicações para os resultados obtidos se encontra no facto de que as entidades detidas por muitos *shareholders* procuram, segundo os autores, reduzir o impacto da divulgação de eventos negativos.

Tal estratégia é desenvolvida como forma de manter o valor das ações e, conseqüentemente, não impactar os principais *shareholders*.

Por outro lado, Iatridis (2016) afirma que os resultados do seu estudo apontam que as entidades que apresentam um tom mais pessimista contêm uma maior percentagem de administradores independentes e diretores não executivos no conselho de administração.

Portanto, na expectativa de que o tom das mensagens da administração é influenciado pela presença de administradores não executivos, formulou-se a seguinte hipótese:

H2.1. O tom da mensagem da administração é inversamente influenciado pela presença de administradores não executivos no órgão de gestão.

Para efeitos da análise da presença de administradores não executivos no órgão de gestão, definiu-se a seguinte variável independente:

$$\text{Corporate Governance 1 (CG1)} = N.^\circ \text{ de administradores não executivos}$$

De forma a obter o número total de administradores não executivos, analisou-se os relatórios e contas das entidades selecionadas, tendo sido retirado o número exato de administradores não executivos por cada ano analisado.

A variável em apreço tem como objetivo avaliar se o número total de administradores não executivos apresenta uma correlação com tom utilizado pela administração. Esta variável foi utilizada no estudo efetuado por Iatridis (2016) sobre o pessimismo nas divulgações efetuadas pelas entidades, tendo sido identificado pelo autor uma relação direta entre o tom pessimista da administração e a presença de administradores não executivos.

3.2.2.2. Controlo da entidade

A literatura sobre os benefícios da intervenção de acionistas numa entidade é extensa, sendo argumentado que uma das formas de garantir a maximização dos *shareholders* é através da propriedade concentrada das ações (Webb *et al.*, 2003). Do mesmo modo, identificaram-se estudos empíricos que apontam que a monitorização e o desempenho das entidades aumentam quando estas têm um *shareholder* predominante (Shleifer & Vishny 1986; Huddart, 1993).

No entanto, Webb *et al.* (2003) revelam três preocupações relativamente à dependência de investidores institucionais como agentes de CG. Primeiramente, existe uma dificuldade para alinhar a ideia de eficiência financeira e CG por parte dos *shareholders*. Em segundo lugar, se os *shareholders* institucionais forem solicitados a atuar como monitores de CG, sem que detenham responsabilidades sobre a dívida não negociável das entidades, podem surgir preocupações relacionadas com os incentivos. Por último,

para que uma única instituição influencie a estratégia da entidade, esta deve absorver o custo de obter uma participação que seja suficiente para influenciar a política da entidade, juntamente com a incerteza de que a estratégia escolhida resultará em benefícios futuros.

Como suporte às afirmações anteriores, o estudo efetuado por Abrahamson e Park (1994) indica que, ao contrário do que seria a expectativa do mercado, existe uma correlação negativa entre a negatividade apresentada nas mensagens da administração e a percentagem de ações detidas por um número alargado de *shareholders* institucionais. Esse resultado sustenta a teoria de que quanto maior a dissipação acionista, maior será a pressão para cumprir objetivos específicos, aumentando, conseqüentemente, o risco de omissões de eventos negativos.

Em consonância com os argumentos apresentados por Abrahamson e Park (1994), Iatridis (2016) verificou que a elevada proporção de ações detidas por acionistas que possuem mais de 5% das entidades e uma alta percentagem de ações detidas por investidores estratégicos está associado a níveis mais reduzidos de pessimismo. O autor argumenta que uma elevada dispersão das ações de uma entidade indicaria a existência de um grupo mais diverso de partes interessadas e, como tal, as entidades estariam mais seriamente inclinadas para fornecer divulgações confiáveis.

Assim, considerando que o tom das mensagens da administração é potencialmente influenciado pelo nível de dissipação acionista, formulou-se a seguinte hipótese:

H2.2. O tom da mensagem da administração é inversamente influenciado pela percentagem de participação detida pelo controlador.

De forma a estudar a existência de padrões entre a percentagem do capital social detido pelo controlador e investidores externos, considerou-se a seguinte variável independente:

Corporate Governance 2 (CG2) = Valor da maior percentagem detida por terceiros

A variável em apreço foi considerada em diversos estudos sobre o tom da administração nas divulgações efetuadas (Brown *et al.*, 2006; Iatridis, 2016). Para a determinação da referida variável, recorreu-se aos relatórios e contas anuais dos bancos analisados, sendo considerada a participação apresentada nas notas relacionadas com a estrutura acionista de cada entidade. O objetivo da inclusão da variável CG2 será confirmar os resultados obtidos por Abrahamson e Park (1994) e Iatridis (2016), que confirmam a existência de uma relação negativa entre o tom negativo da administração nas divulgações e a proporção de percentagem da entidade detida por terceiros.

3.2.2.3. Remuneração da administração

A terceira vertente que se pretende endereçar é a remuneração da administração como fator influenciador do tom da mensagem da administração. De acordo com Rodrigues (2014), em entidades sujeitas à fiscalização por parte de um grande acionista, isto é, com uma estrutura de acionistas com capital mais concentrado e, em que se verifica a detenção de um controlo superior, a atribuição de remunerações pode ser uma matéria amplamente influenciada pelos interesses da administração. Por outro lado, o autor indica que nas entidades com capital mais disperso, onde a força individual dos acionistas é menor, existe um controlo mais rigoroso relativamente à atribuição de remunerações, nomeadamente através da assembleia geral de acionistas mediante propostas da comissão de remunerações.

Firth *et al.* (1996) afirmam que a literatura económica e de gestão, defendem que os administradores das entidades devem ser remunerados com base no desempenho financeiro da entidade, uma vez que permitirá alinhar os interesses da gestão e dos *shareholders*. Não obstante, os autores revelam a existência de diversos problemas associados a esse procedimento, nomeadamente, a implementação de esquemas para influenciar os resultados das entidades.

Rodrigues (2014) também apresenta entendimento similar ao de Firth *et al.* (1996), segundo o qual a aplicação de um sistema de compensação baseada no desempenho tornará mais fácil o alinhamento entre os interesses da administração e os interesses dos *stakeholders*, reduzindo assim os problemas de agência anteriormente referidos. No entanto, apesar das vantagens existentes, a aplicação de remunerações com base nos resultados não está isenta de riscos e desvantagens para as entidades, uma vez que os administradores menos escrupulosos podem manipular os resultados e assumir riscos elevados e desnecessários na tentativa de obtenção de uma maior compensação. Adicionalmente, o autor refere que a implementação de um sistema de remuneração através de uma componente maioritariamente fixa, poderá levar a comportamentos de negligência e falta de interesse por parte da administração, por falta de incentivo ou de atração de gestores menos competentes.

Hooghiemstra *et al.* (2017) indicam que as estratégias de IM, nomeadamente a redução da legibilidade das divulgações, podem ser utilizadas para desviar as atenções dos *stakeholders* para a existência de uma administração sobre remunerada. No entanto, os autores indicam que o efeito das estratégias de IM diminui à medida que aumenta a dissipação das ações das entidades.

Em suma, a existência de mecanismos fortes de CG pode auxiliar na redução da manipulação da informação divulgada. Tais mecanismos podem, assim, monitorizar a utilização de estratégias de IM na informação disseminada pelo mercado reduzindo, portanto, o potencial risco existente na tomada de decisão com informações incorretas.

Neste sentido, formulou-se a seguinte hipótese, considerando que o tom da mensagem da administração é potencialmente influenciado pela existência de políticas de remuneração variável:

H2.3. O tom da mensagem da administração é diretamente influenciado pela política de remuneração da administração baseada nos resultados obtidos.

O objetivo da presente hipótese será identificar se os administradores procuram transmitir, nas suas mensagens, um maior otimismo quando as suas remunerações são baseadas nos resultados obtidos e percebidos pelos *shareholders*.

A hipótese anteriormente apresentada pretende ser um acréscimo à literatura de *IM* existente, uma vez que não foram identificados estudos que consideraram, especificamente, a influência da política de remunerações no tom da mensagem da administração.

Para o efeito, considerou-se a seguinte variável independente:

Corporate Governance 3 (CG3) = Administração remunerada em função do desempenho

Na determinação da variável CG3, verificou-se se os administradores executivos e não executivos recebem parte da sua remuneração com base nos resultados anuais. Assim, atribui-se o valor de 1 (0) para as entidades em que os administradores recebem (não recebem) parte da remuneração com base nos lucros.

3.2.3. Fatores económico-financeiros das entidades

As DF de uma entidade conseguem revelar uma visão global da sua posição financeira e do seu desempenho, bem como fornecer uma análise quanto aos possíveis eventos organizacionais negativos existentes. Nesse sentido, a administração é forçada a divulgar os eventos negativos ou positivos que conduziram aos dados que se apresentam nas DF.

Como tal, o órgão de gestão deve ter em consideração que a informação contida na mensagem da administração deve ser apresentada em consonância com os resultados obtidos (Abrahamson & Park, 1994). Em estudo efetuado sobre o tema, os autores concluíram que o desempenho financeiro e as variações ocorridas neste estão negativamente correlacionados com a negatividade apresentada nas mensagens da

administração, pelo que quando o desempenho financeiro é baixo, a administração tende a divulgar mais eventos organizacionais negativos.

Sem prejuízo dos resultados obtidos por Abrahamson e Park (1994), Beaver e Ryan, (2005) argumentam que o tom da administração demasiado pessimista procura antecipar más notícias futuras e pode, portanto, buscar mitigar os efeitos adversos sobre o desempenho futuro, obter melhores condições de financiamento ou cumprir objetivos financeiros estipulados.

Face ao exposto, entende-se que o tom das mensagens da administração poderá ser influenciado pelos indicadores económico-financeiros, nomeadamente a estrutura financeira e o desempenho das entidades. Assim, definiu-se a seguinte hipótese geral de estudo:

H3. O tom da mensagem da administração nos relatórios e contas das entidades do setor bancário é diretamente influenciado pelas variáveis económico-financeiras subjacentes às DF publicadas pelas entidades

O estudo das variáveis económico-financeiras será efetuado através da utilização de diversos indicadores, nomeadamente a dimensão, a liquidez, a qualidade dos ativos, o nível de endividamento e de rendibilidade, bem como as taxas de crescimento da atividade e da rendibilidade das entidades.

3.2.3.1. Dimensão das entidades

A dimensão das entidades poderá influenciar o tom das mensagens da administração. LaFond e Watts (2008), Cano-Rodriguez (2010) e Iatridis (2016) argumentam que o tom pessimista está mais presente em entidades de grande dimensão, com elevados níveis de alavancagem e *stress* financeiro, uma vez que o tom pessimista poderá antecipar as más notícias futuras.

À luz da literatura existente, as entidades de maior dimensão tendem a influenciar negativamente as suas mensagens, uma vez que são motivadas a dispor de uma estrutura de CG mais efetiva no sentido de evitar as atenções públicas negativas (Francis, 2001).

Assim, por forma a identificar se o tom das mensagens da administração é influenciado pela dimensão das entidades formulou-se a seguinte hipótese:

H3.1 O tom da mensagem da administração é inversamente influenciado pela dimensão da entidade

No modelo definido para o presente estudo, considerou-se a seguinte variável independente como *proxy* de dimensão:

$$\text{Volume de negócios (VN)} = \text{Juros e serviços prestados}$$

Diversos autores utilizaram a dimensão da entidade como uma variável explicativa para efeitos dos modelos desenvolvidos (Abrahamson & Ami, 1996; Davis *et al.*, 2006; Pinheiro, 2014; Oliveira & Borges, 2016), ainda que tenham considerado diferentes *proxies* para o efeito. Designadamente, Abrahamson e Ami (1996) consideraram o valor de mercado dos capitais próprios, Davis *et al.* (2006) considerou as vendas, ao passo que Cano-Rodriguez (2010), Pinheiro (2014) e Oliveira e Borges (2016) consideraram o total de ativos como variáveis representativas da dimensão.

A inclusão do fator explicativo dimensão no modelo estatístico permitirá identificar a existência de relações entre o tom da mensagem da administração e a dimensão dos bancos analisados, em linha com as constatações da literatura.

3.2.3.2. Liquidez das entidades

No que respeita à análise de rácios como fonte de informação relevante, o setor financeiro estará entre os mais complexos devido à atividade praticada. Assim, por forma a identificar os rácios do setor financeiro relevantes na apresentação anual de resultados, recorreu-se à literatura existente sobre esta matéria. A partir dessa análise, identificou-se que a liquidez é uma variável fundamental na análise das DF de uma entidade do setor financeiro.

Segundo Kumbirai e Webb (2010), a liquidez corresponde à capacidade que uma entidade financeira tem de cumprir suas obrigações de forma oportuna e eficaz. Samad (2004) argumenta que a liquidez é um indicador de condição financeira de extrema importância nos bancos comerciais. Kumbirai e Webb (2010) indicam que a liquidez é apurada através da relação entre os empréstimos totais e os ativos totais, pelo que a proporção em apreço indica a percentagem de ativos que está vinculada a empréstimos, pelo que quanto maior a proporção menos liquidez tem o banco.

Iatridis (2016) confirma, através dos resultados obtidos no seu estudo, a existência de uma relação positiva entre o tom pessimista nas divulgações efetuadas pela administração e o nível de liquidez das entidades. Iatridis (2016) afirma que esses resultados permitem concluir que as entidades com baixa liquidez ou altamente alavancadas serão mais controladas, uma vez que apresentam uma estrutura de credores de grande extensão e, portanto, apresentam um discurso mais pessimista e conservador.

Não obstante, Ball e Shivakumar (2005) sugerem que o pessimismo desmedido nas divulgações poderá ser prejudicial para efeitos de eficiência financeira, uma vez que um pessimismo elevado em entidades altamente alavancadas terá consequências para os dois lados (bancos e os seus credores). Assim, os autores salientam que os credores das entidades com elevados níveis de rácios de liquidez esperam que o pessimismo utilizado nas divulgações seja reduzido, tendo como efeito uma relação inversa entre a dívida total e o pessimismo.

A utilização de estratégias de IM será verificada quando o tom das mensagens apresentar um sentido contrário ao nível de liquidez das entidades, confirmando-se assim os resultados obtidos por Ball e Shivakumar (2005) e Iatridis (2016).

Assim, por forma a identificar se o tom das mensagens da administração é influenciado pela liquidez das entidades formulou-se a seguinte hipótese:

H3.2 O tom da mensagem da administração é diretamente influenciado pela liquidez da entidade.

De forma a confirmar a hipótese anteriormente identificada, considerou-se a seguinte variável:

$$\text{Empréstimos totais para total de ativos (EMAT)} = \text{Peso dos empréstimos no total do ativo}$$

Iatridis (2016) considerou que o rácio de liquidez é apurado através da relação do total de empréstimos para o total de fundos dos *stakeholders*, enquanto Cano-Rodriguez (2010) apura o rácio de liquidez através da relação entre total de empréstimos e total de ativos. Neste estudo, considerou-se o apuramento da variável através da metodologia adotada por Cano-Rodriguez (2010), tendo sido apurada de acordo com as DF disponíveis no site da Associação Portuguesa de Bancos (APB).

De se destacar que a quanto maior o valor da variável EMAT, menor é o nível de liquidez da entidade.

3.2.3.3. Qualidade dos ativos das entidades

O negócio associado aos empréstimos ainda é das atividades mais relevantes dos bancos comerciais. Embora seja esperado que todos os bancos tenham que suportar algum nível de perdas com empréstimos, um dos principais objetivos da administração é de minimizar tais perdas (Casu *et al.*, 2006).

A gestão do risco de crédito é vital para medir e otimizar os indicadores de rentabilidade e qualidade dos ativos dos bancos. A longo prazo, o sucesso de qualquer entidade do

setor bancário depende de um sistema eficaz que garanta o reembolso dos empréstimos pelos tomadores, reduzindo assim o nível de perdas com empréstimos (Basel, 1999).

Achou e Tegnuh (2008) referem que os *non-performing loans* (NPL) têm uma relação inversa com a rentabilidade dos bancos. Os autores sugerem que é de grande importância que os bancos pratiquem uma gestão de risco de crédito prudente e salvaguardem os ativos dos bancos e protejam os interesses dos *shareholders*.

Do ponto de vista da contabilidade, a qualidade dos ativos dos bancos e o desempenho operacional estão positivamente relacionados uma vez que, se a qualidade dos ativos de um banco for insuficiente, este terá intrinsecamente de aumentar o nível das suas perdas com NPL, bem como investir em mais recursos na recuperação desses mesmos créditos (Abata, 2014).

A qualidade dos ativos é considerada um dos principais problemas no caminho da solidez financeira e saúde de um banco, os NPL e a baixa qualidade dos ativos dos bancos têm repercussões significativas para toda a economia de um país. Embora haja evidências do efeito adverso da baixa qualidade do ativo na lucratividade, é reconhecidamente limitado a existência de ligação entre a diversificação dos rendimentos e lucratividade entre bancos com diferentes qualidades de ativos (Ahamed, 2017).

Face ao exposto, entendeu-se que a qualidade dos ativos medida através da proporção de imparidade para crédito e total de crédito concedido é um indicador de extrema importância para a administração.

A utilização da qualidade dos ativos dos bancos será um incremento à literatura existente uma vez que, nos estudos analisados, não foi considerado um indicador aplicável especificamente aos bancos. Ora, estando o presente estudo focado nas estratégias de IM utilizadas pelos bancos, entendeu-se que a análise das especificidades do setor bancário acrescentará valor aos resultados obtidos.

Nesse sentido, pretende-se identificar o tom da mensagem da administração e a qualidade dos ativos dos bancos. Para o efeito, formulou-se a seguinte hipótese:

H3.3 O tom da mensagem da administração é diretamente influenciado pela qualidade dos ativos da entidade.

Assumindo que as entidades utilizam estratégias de IM nas suas divulgações, quer seja intencionalmente ou não, a hipótese anteriormente definida permitirá identificar se os bancos com uma qualidade de ativos inferior apresentam um discurso com o propósito

de dissipar e ofuscar as más notícias através da utilização de palavras positivas e afirmativas com mais frequência do que as palavras negativas (efeito *Pollyana*).

A análise da qualidade dos ativos será analisada através da seguinte variável independente:

$$\text{Imparidade para crédito para total crédito (ICTC)} = \text{Peso da imparidade no total de crédito}$$

A variável anteriormente apresentada foi considerada em estudos anteriores na avaliação financeira de bancos (Alhassan, 2015; Ahamed, 2017). Os autores utilizaram o peso da imparidade para crédito sobre o total de crédito concedido como *proxy* da qualidade dos ativos. De acordo com a análise efetuada, não foi identificado a utilização da variável em apreço nos estudos de estratégias de IM, pelo que se entendeu que a inclusão desta será um incremento à literatura existente.

A variável foi apurada de acordo com as DF disponíveis no site da APB.

3.2.3.4. Endividamento das entidades

O endividamento das entidades, de acordo com Christie (1990), é reconhecido na literatura como umas das ferramentas para a manipulação de políticas contabilísticas. Segundo Persons (1995), os elevados níveis de endividamento podem ter consequências drásticas na análise dos indicadores financeiros, uma vez que estes estão associados ao potencial risco de violação de contratos e capacidade de obter novo capital. No estudo efetuado por Persons (1995), o autor confirmou que as entidades que procuram ofuscar as DF apresentam um nível de endividamento superior às entidades que não utilizam qualquer ferramenta de ofuscação.

A partir de um paralelismo para a utilização de IM, torna-se relevante analisar a existência de uma potencial influência do nível de endividamento sobre o tom nas mensagens da administração. Para o efeito, formulou-se a seguinte hipótese

H3.4 O tom da mensagem da administração é diretamente influenciado pelo endividamento da entidade.

Tal como referido anteriormente, a análise numa ótica da utilização de IM estará associada com a tentativa de ofuscação dos indicadores financeiros relevantes quando estes apresentam níveis menos desejáveis pelos *shareholders*. Assim, um dos resultados esperados será a existência de uma correlação positiva entre o tom da mensagem da administração e o nível de endividamento dos bancos.

De forma a proceder à inclusão do endividamento no modelo estatístico, considerou-se a seguinte variável como fator explicativo:

$$\text{Alavancagem (AL)} = \text{Peso do passivo no total do ativo}$$

A variável AL foi considerada nos estudos efetuados por Bhandari (1998), Yekini *et al.* (2016) e Bassyouny *et al.* (2020). Os autores identificaram uma relação positiva entre o nível de endividamento das entidades e o tom das divulgações efetuadas pela administração. Assim, na presente investigação pretende-se identificar se a administração dos bancos que operaram em Portugal, no período em análise, influenciaram o tom das suas mensagens tendo por base o impacto resultante do nível de endividamento.

Para o efeito, o apuramento da variável AL foi efetuado através da relação entre total de passivos e o total de ativos, conforme considerado por Yekini *et al.* (2016) e Bassyouny *et al.* (2020).

3.2.3.5. Desempenho financeiro das entidades

Os diversos estudos anteriormente referenciados identificaram que o tom das divulgações efetuadas pela administração está relacionado com o nível de desempenho da entidade, quer este seja atual ou futuro.

Segundo Clatworthy e Jones (2003), existe uma diferença significativa no tom das divulgações efetuadas entre as entidades com desempenho positivo e negativo. Os autores argumentam que será de se esperar que as entidades com melhorias significativas no desempenho utilizem a mensagem da administração para a apresentação dos aspetos positivos de seu desempenho. No entanto, os autores identificaram que as entidades com um desempenho em declínio apresentam, na sua maioria, um tom mais positivo.

Merkel-Davies *et al.* (2011) argumentam que quando as entidades apresentam um desempenho positivo existe uma motivação extra para os preparadores da informação financeira utilizarem estratégias de IM. Essa motivação decorre da necessidade de a administração transmitir que os resultados propostos foram atingidos, enaltecendo assim a sua imagem. No estudo conduzido por Merkel-Davies *et al.* (2011), os autores identificaram diferenças significativas entre a quantidade de frases com emoção positiva e negativa nas mensagens da administração. Os autores indicam que, em média, as mensagens contêm quatro vezes mais frases com emoções positivas do que negativas, sendo este resultado associado ao já anteriormente referido efeito *Pollyanna*.

Aerts (2005) refere que os resultados organizacionais negativos dão origem a conflitos de interesse entre a administração e os *shareholders* das entidades, pelo que o autor presume que a administração, nestes casos, é movida a manipular as perceções e

decisões dos *shareholders* quanto ao desempenho financeiro da entidade, ou seja, utilizar estratégias de IM.

A utilização de estratégias de IM será assim identificada caso se verifique casos em que as entidades com uma menor rendibilidade e com níveis de crescimento mais reduzidos de rendibilidade e atividade apresentem um discurso mais positivo nas mensagens da administração.

Assim, no sentido de se confirmar o efeito do desempenho das entidades sobre o tom das mensagens da administração, formularam-se as seguintes hipóteses:

H3.5 O tom da mensagem da administração é inversamente influenciado pela rendibilidade da entidade;

H3.6 O tom da mensagem da administração é inversamente influenciado pelo crescimento observado na rendibilidade da entidade;

H3.7 O tom da mensagem da administração é inversamente influenciado pelo crescimento observado na atividade da entidade.

Para o efeito, as hipóteses apresentadas anteriormente deverão permitir a identificação das relações existentes entre desempenho positivo ou negativo e o tom das mensagens da administração.

De forma a considerar a rendibilidade no modelo estatístico desenvolvido, recorreu-se à literatura anteriormente desenvolvida. Powell (1996) e Covey *et al.* (2006) relatam que um dos indicadores utilizados para medir a rendibilidade das entidades é o crescimento das suas vendas.

No entanto, considerando as especificidades do setor financeiro, é necessário considerar as variáveis equiparáveis entre as entidades financeiras e não financeiras. Para o efeito, recorreu-se à Instrução n.º 16/2004 do Banco de Portugal (BdP) onde é efetuado a apresentação do conjunto mínimo de indicadores financeiros que as entidades financeiras devem divulgar. Ora, utilizando a definição de rendibilidade apresentada pelo BdP, considerou-se as seguintes variáveis independentes para a avaliação da rendibilidade e a sua evolução nas entidades:

$$\text{Rendibilidade (RD)} = \text{Peso do produto bancário no total de ativos}$$

$$\text{Variação da rendibilidade (VRD)} = \text{Variação da rendibilidade [ano (n) – ano (n – 1)]}$$

Segundo Merkl-Davies *et al.* (2011), diversos analistas utilizam o crescimento das vendas como um *proxy* do estado atual da atividade económica face aos exercícios

anteriores, sendo este indicador incluído na avaliação do desempenho financeiro das entidades. Assim, considerou-se a seguinte variável independente para efeitos da análise da evolução da atividade da entidade:

$$\text{Taxa de crescimento do volume de negócios (TxVN)} = \text{Crescimento do vol. de neg. [ano (n) - ano (n - 1)]}$$

Entendeu-se que a apresentação de um crescimento negativo dos juros e comissões cobradas (volume de negócios) poderá representar objetivos financeiros não alcançados, estando a administração exposta a acontecimentos que podem motivar a utilização de estratégias de IM para desviar as atenções dos *stakeholders* dos objetivos não atingidos.

3.3. Descrição e período da amostra

Inicialmente, estavam abrangidos na amostra um total de 27 bancos e instituições financeiras de crédito que operaram em Portugal entre 2009 e 2017, conforme Tabela 3.2.

Tabela 3.2: Entidades consideradas na amostra inicial

Entidades	
Banco BPI, S.A.	Banif SGPS, S.A.
Banco Comercial Português, S.A.	Banif, S.A.
Banco Credibom, S.A.	Barclays Bank Ireland PLC - Sucursal em Portugal
Banco de Investimento Global, S.A.	BBVA, S.A. - Sucursal em Portugal
Banco Espírito Santo de Investimento, S.A.	Caixa Banco de Investimento, S.A.
Banco Espírito Santo, S.A.	Caixa Económica Montepio Geral, S.A.
Banco Finantia, S.A.	Caixa Geral de Depósitos, S.A.
Banco Invest, S.A.	Deutsche Bank AG – Sucursal em Portugal
Banco L. J. Carregosa, S.A.	Finibanco, S.A.
Banco Popular Portugal, S.A	Grupo Crédito Agrícola
Banco Português de Negócios, S.A.	Haitong Bank, S.A.
Banco Santander Consumer Portugal, S.A.	Itau BBA International Plc - Sucursal Em Portugal
Banco Santander Totta, S.A.	Novo Banco, S.A.
Banif - Banco de Investimento, S.A.	

No entanto, foram excluídos da amostra 16 bancos e instituições financeiras de crédito, uma vez que:

- (i) não apresentavam mensagens da administração:
- (ii) a entidade fazia parte de um grupo de sociedades que consolida numa única entidade, tendo-se considerado, em tais casos, exclusivamente as DF e a

mensagem da administração constante do relatório e contas anual da entidade dominante; ou

- (iii) o relatório e contas divulgado não reunia as condições necessárias para a aplicação da metodologia, tendo sido desconsiderados na medida em que não permitiam apurar a variável dependente do estudo.

Assim, e em síntese, entende-se que a amostra corresponde à população que se encontra acessível e imediatamente disponível para análise, não sendo por isso resultado de um critério estatístico.

A Tabela 3.3 apresenta as 11 entidades que, após a aplicação dos critérios anteriores, foram consideradas no estudo.

Tabela 3.3: Entidades consideradas no estudo

Entidade
Banco BPI, S.A.
Banco Comercial Português, S.A.
Banco Espírito Santo, S.A.
Banco Finantia, S.A.
Banco L. J. Carregosa, S.A.
Banco Santander Totta, S.A.
Caixa Económica Montepio Geral, S.A.
Caixa Geral de Depósitos, S.A.
Grupo Crédito Agrícola
Haitong Bank, S.A.
Novo Banco, S.A.

Os bancos analisados foram selecionados uma vez que cumpriam os seguintes critérios:

- Mensagem da administração editável;
- Mensagem da administração disponível em inglês;
- Relatório e contas apresentava as condições para aplicação da metodologia;
- DF disponíveis no portal da APB.

Os critérios anteriormente referenciados foram de grande relevância para efeitos da seleção final das entidades, tendo em conta a forma de obtenção da variável dependente utilizada neste estudo (*scoring*).

Uma vez identificada as entidades a considerar (11 bancos), foram analisadas 58 mensagens da administração, a partir de 69.362 palavras que totalizaram 2.116 frases.

3.4. Procedimentos estatísticos considerados

De forma a testar as hipóteses anteriormente definidas, foram utilizadas diversas técnicas de análise estatística univariada, bivariada e multivariada, com recurso ao *software* estatístico SPSS. A análise estatística univariada refere-se às distintas medidas descritivas consideradas. Entre as análises estatísticas bivariadas incluem-se os testes não-paramétricos de Mann-Whitney, o Qui-Quadrado e o coeficiente de correlação de Spearman. Por fim, para a análise multivariada foram utilizados modelos de regressão linear.

O teste U de Mann-Whitney testa as diferenças entre dois grupos numa única variável ordinal sem distribuição específica, como uma versão não-paramétrica do *t test* paramétrico (McKnight & Najab, 2010).

Segundo Bergmann, Ludbrook e Spooren (2012), o teste U de Mann-Whitney é muito popular nas ciências aplicadas, sendo frequentemente utilizado como similar não-paramétrico do *t test* para comparar dois conjuntos de observações medidas em uma escala de intervalo quando se supõe que os dados não são normalmente distribuídos.

Silva (2015) indica que o teste U de Mann-Whitney não analisa os dados extraídos diretamente, mas sim os valores obtidos após a ordenação (*ranks*) efetuada para cada grupo ou situação de análise, permitindo a comparação dos dados extraídos de uma mesma população em distintos períodos ou situações de análise.

Adicionalmente, utilizou-se outro teste estatístico designado por correlação de *Spearman*. A análise de correlação foi usada para medir o grau de associação linear entre as variáveis dependentes e independentes anteriormente definidas. O objetivo do teste foi o de estudar a relação existente entre as variáveis, que por não se tratar de uma relação matemática exata, trata-se de uma relação estatística que permitirá retirar-se conclusões, que apesar de iniciais, se revelam importantes para a análise de todo o modelo.

O coeficiente de correlação de *Spearman* pode apresentar uma variação entre -1 e 1, tendo a existência de correlação diversos significados:

- (i) as variáveis podem estar correlacionadas porque uma delas depende da outra;
 - (ii) as variáveis podem estar relacionadas porque são interdependentes; e
 - (iii) as variáveis podem estar correlacionadas por influência de outras variáveis.
- No entanto, a existência de correlação não implica causalidade.

Se as correlações apresentarem um valor positivo (negativo), então relacionam-se em sentido direto (inverso).

O coeficiente de *Spearman* utiliza, em vez do valor observado, apenas a ordem das observações. Deste modo, este coeficiente não é sensível a assimetrias na distribuição, nem à presença de *outliers*, não exigindo, portanto, que os dados provenham de duas populações normais.

O terceiro teste utilizado no estudo é identificado por Qui-Quadrado de Pearson. Este é caracterizado como um teste não-paramétrico aplicável a duas amostras independentes, sendo o mesmo utilizado para determinar a independência entre duas variáveis categóricas e para avaliar a qualidade de ajuste de uma amostra (Franke *et al.*, 2012).

O teste do Qui-Quadrado permite analisar se dois ou mais grupos independentes apresentam uma diferença estatisticamente significativa relativamente a uma determinada característica (Carvalho, 2014). O teste do Qui-Quadrado de Pearson é uma família de testes com que apresenta os seguintes pressupostos (Agresti, 1996; Levin, 1999):

- os dados são retirados aleatoriamente de uma população;
- o tamanho da amostra é suficientemente grande (o tamanho mínimo da amostra varia de 20 a 50).

O teste do Qui-Quadrado foi aplicado especificamente à variável dicotômica CG3.

A análise multivariada dos determinantes da variação do tom da mensagem da administração foi efetuada com recurso ao modelo de regressão linear múltipla, à semelhança de dos outros estudos anteriormente referenciados, como por exemplo, Yekini *et al.* (2016), Iatridis (2016) e Bassyouny *et al.* (2020). Em termos analíticos, o modelo pode ser escrito na seguinte forma:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{1,i} + \beta_2 X_{2,i} + \beta_3 X_{3,i} + \dots + \beta_k X_{k,i} + \mu_i$$

Onde:

Y_i - Variável dependente

$X_{1,i} + X_{2,i} + X_{3,i} + \dots + X_{k,i}$ - Variáveis explicativas ou independentes

$\beta_1 + \beta_2 + \beta_3 + \dots + \beta_k$ - Coeficientes estimados da regressão linear

ε_i - Erro

Face ao exposto, apresenta-se de seguida o modelo considerado no presente estudo:

$$Scoring = \beta_0 + \beta_1 VPIB_i + \beta_2 CG1_i + \beta_3 CG2_i + \beta_4 CG3_i + \beta_5 VN_i + \beta_6 EMAT_i + \beta_7 ICTC_i + \beta_8 AL_i + \beta_9 RD_i + \beta_{10} VRD_i + \beta_{11} TxVN_i + \varepsilon_i$$

Na equação apresentada anteriormente, o índice i corresponde a uma determinada mensagem da administração de um banco ($i=1, \dots, 58$).

A equação tem como objetivo testar a relação existente entre as diversas variáveis independentes identificadas e o tom da administração na mensagem divulgada no relatório e contas anual. A variável dependente do modelo é o *scoring* e as variáveis independentes encontram-se apresentadas na Tabela 4.1.

Tabela 3.4: Resumo de variáveis independentes incluídas no modelo

Variável	Definição	Fórmula de cálculo
VPIB	Variação do PIB	Variação do PIB [ano (n) - ano (n-1)]
CG1	Variável de CG - Administradores não executivos	Percentagem de administradores não executivos
CG2	Variável de CG - Controlo	Valor da maior percentagem detida por terceiros
CG3	Variável de CG - Remuneração	Administração remunerada em função do desempenho (variável <i>dummy</i>)
VN	Volume de Negócios	Total de rendimentos com juros e serviços prestados
EMAT	Empréstimos para ativo total	Peso dos empréstimos no total do ativo
ICTC	Imparidades para crédito para total de crédito	Peso das imparidades no total de créditos concedidos
AL	Alavancagem	Peso do passivo no total do ativo
RT	Rendibilidade	Peso do produto bancário no total de ativos
VRT	Variação da rendibilidade	Evolução da rendibilidade do ativo [ano (n) - ano (n-1)]
TxVN	Variação do crescimento do volume de negócios	Crescimento dos juros e comissões cobradas [ano (n)-ano (n-1)]

No que concerne aos parâmetros dos modelos, β_0 é uma constante enquanto os β_i são impactos marginais a estimar. Por outro lado, ε é o erro do modelo, isto é, representa os fatores que influenciam o *scoring* mas que não fazem parte da lista de variáveis independentes.

Por fim, salienta-se que o *stepwise* foi o método de regressão linear utilizado. Este caracteriza-se pelo processo de adição sistemática de variáveis mais significativas e remoção de variáveis menos significativas até que o modelo final seja exclusivamente constituído por variáveis relevantes, isto é, estatisticamente significativas.

No capítulo seguinte (Apresentação e discussão dos resultados obtidos) apresenta-se os resultados obtidos através da aplicação da metodologia descrita anteriormente.

4. Apresentação e discussão dos resultados obtidos

No presente capítulo serão apresentados e analisados os resultados obtidos a partir dos testes estatísticos efetuados, encontrando-se divididos em duas secções. A primeira secção dedica-se à análise das estatísticas descritivas (análises univariadas), complementadas com os resultados obtidos através dos testes de U de Mann-Whitney, do Qui-Quadrado e da correlação de Spearman (análises bivariadas). A secção seguinte foca-se na análise multivariada, mais especificamente o modelo de regressão linear a ser proposto.

4.1. Análises univariadas e bivariadas

Conforme anteriormente referido, o estudo utiliza como fator de estudo o tom da mensagem da administração incluída nos relatórios e contas anuais, apurado através da variável *scoring* (ver secção 3.3). Deste modo, o estudo teve por base a análise de 69.362 palavras em 2.116 frases contidas nas 58 mensagens consideradas.

O Tabela 4.1 apresenta a estatística descritiva, definida pela média, mediana, o desvio padrão, e o valor mínimo e máximo para a variável *scoring*.

Tabela 4.1: Estatística descritiva da variável *scoring*

Estatística Descritiva						
Variável	N	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
<i>Scoring</i> Final	58	0,63	0,61	0,11	0,40	0,90

Importa recordar, para a análise dos dados, que a variável *scoring* assume valores entre “0” e “1”, sendo o segundo correspondente ao tom da mensagem mais positivo. Assim, verifica-se que, do total das 58 mensagens da administração, o tom médio utilizado pelas entidades do setor bancário português fixou-se nos 0,63, o que significa que a média do tom da administração é tendencialmente positivo. A mensagem mais negativa obteve um *scoring* de 0,4, enquanto a mensagem mais positiva obteve um *scoring* de 0,9.

As análises subsequentes procuram identificar alguns indícios dos fatores potencialmente influenciadores do tom da mensagem da administração (variáveis independentes), previamente à análise multivariada a ser proposta. Para o efeito, os resultados dos testes U de Mann-Whitney e do Qui-Quadrado serão apresentados, salvo indicação expressa em contrário, a partir da divisão efetuada para as observações em dois grupos, em função dos valores identificados para a variável *scoring* (variável dependente) nos seguintes termos:

- grupo “0”, em que se verificou um tom da mensagem da administração (*scoring*) abaixo da mediana, isto é, menos positivo; e
- grupo “1”, em que se verificou um tom da mensagem da administração (*scoring*) acima da mediana, isto é, mais positivo.

Cada uma das variáveis independentes foi posteriormente analisada em função desta divisão, seguindo-se a mesma ordem considerada na apresentação das hipóteses, nomeadamente os fatores macroeconómicos, as variáveis de CG e, por fim, uma análise os fatores económico-financeiros específicos das entidades em estudo.

A análise descritiva prévia aos referidos testes estatísticos irá socorrer-se da mesma subdivisão em dois grupos anteriormente mencionadas, utilizando sobretudo o recurso a gráficos e as medidas descritivas de tendência central mais frequentemente utilizadas, nomeadamente a média e a mediana.

4.1.1. Fatores macroeconómicos

A Figura 4.1 apresenta a evolução do PIB (taxa de variação anual, em %) a preços correntes para o período de 2005 a 2019.

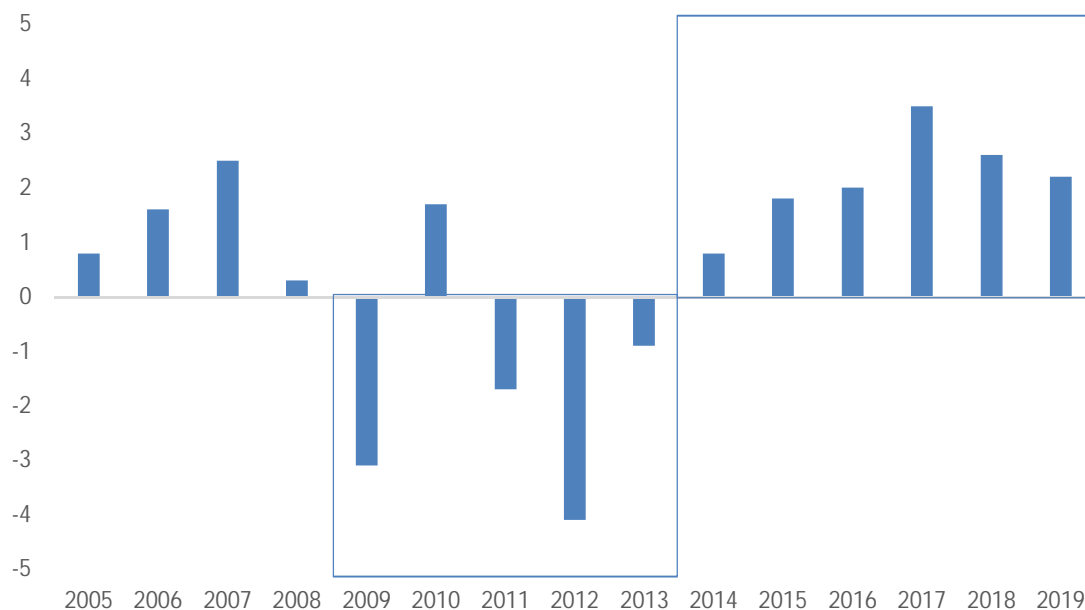


Figura 4.1: Evolução do PIB entre 2005 e 2019 (taxa de variação anual, em %)

Fonte: Adaptado de BdP (2020)

Assim, relativamente aos fatores macroeconómicos, importa referir que, durante o período em análise, verificou-se uma variação média do PIB negativa entre os anos de 2009 e 2013, caracterizada pelos efeitos secundários da crise mundial iniciada em 2008

e consequente período de austeridade da *Troika* entre 2011 e maio de 2014 (Caetano, 2017). De facto, apenas o ano de 2010 apresenta, neste período, uma variação positiva do PIB, embora não superando a perda verificada no ano anterior. Por outro lado, verifica-se um período de crescimento pós *Troika* (entre 2014 e 2017) associado à recuperação do poder de compra e estabilização económica, crescimento que se manteve em 2018 e 2019, ainda que se verifique uma tendência de desaceleração.

De acordo com os dados apresentados no Figura 4.2, verifica-se que as entidades utilizaram um tom na mensagem da administração mais negativo (positivo) quando a evolução do PIB foi negativa (positiva).

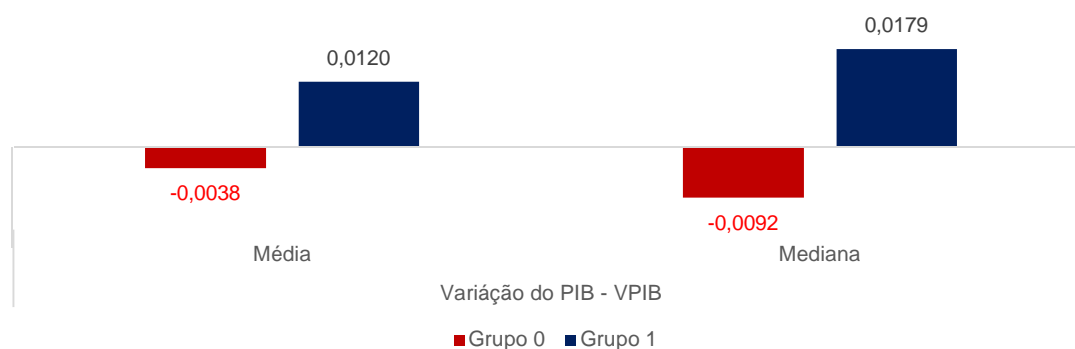


Figura 4.2: Estatística da variável *scoring* por variação do PIB (2009 a 2017)

A Tabela 4.2 apresenta, por sua vez, os resultados do teste não paramétrico U de Mann-Whitney efetuado para a VPIB, sendo possível observar diferenças estatisticamente significativas ($p < 0,05$) para a referida variável em função da divisão dos dois grupos propostos para a variável *scoring*.

Tabela 4.2: U de Mann-Whitney – Variável VPIB

Variável	Grupo	N	Posto Médio	Soma de Classificações
VPIB	0	29	23,60	685
	1	29	35,40	1 027
	Total	58		

Estatísticas de teste	
U de Mann-Whitney	250
Wilcoxon W	685
Z	-2,68
Significância Sig. (bilateral)	0,007
a. Variável de Agrupamento: <i>Scoring</i>	

Adicionalmente, de forma a robustecer as conclusões anteriores, foi efetuada uma análise que tem em conta o período caracterizado pela intervenção da *Troika* em Portugal, caracterizado pela evolução negativa do PIB português durante o período em análise. Para o efeito, e distintamente da análise prévia, as diferenças em torno da variável *scoring* serão analisadas a partir da distinção de dois grupos efetuada em função do período do estudo, nomeadamente o período da *troika* (período = 0) e o período pós-intervenção da *troika* (período = 1).

Assim, e conforme apresentado na Figura 4.3, verifica-se que o tom utilizado nas mensagens da administração foi, de facto, menos (mais) positivo nos anos de intervenção (pós-*Troika*).

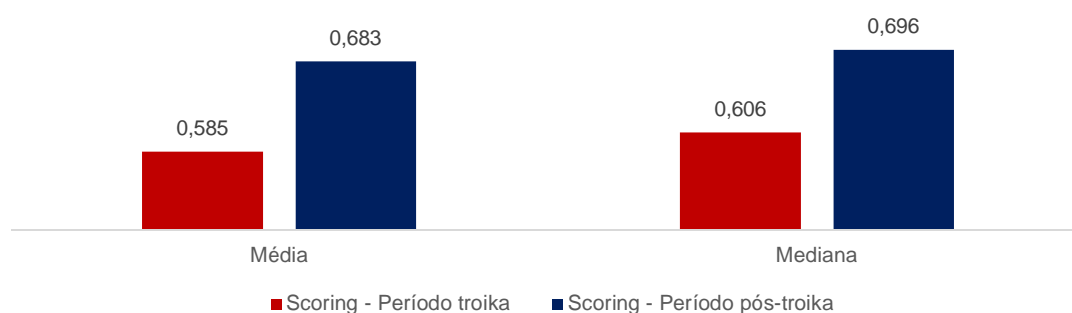


Figura 4.3: Estatística da variável *scoring* para o período da *Troika* e pós-*Troika*

O teste de U de Mann-Whitney, apresentado na Tabela 4.3, identifica os resultados obtidos para a variável *scoring* em função dos dois períodos sob análise.

Tabela 4.3: U de Mann-Whitney – Efeito Troika

Variável	Período	N	Posto Médio	Soma de Classificações
Scoring	0	34	34,41	1 170
	1	24	22,54	541
	Total	58		

Estatísticas de teste	
U de Mann-Whitney	241
Wilcoxon W	541
Z	-2,637
Significância Sig. (bilateral)	0,008
a. Variável de Agrupamento: Período	

Os resultados identificados na Tabela 4.3 corroboram as conclusões extraídas anteriormente a partir da análise da Figura 4.3. Em particular, os resultados confirmam a existência de uma diferença estatisticamente significativa ($p < 0,05$) entre o tom da mensagem utilizado nos períodos da intervenção da *Troika* (menos positivo) e nos períodos subsequentes a essa intervenção (mais positivo).

Assim, e em síntese, a conclusão obtida inicialmente, de que o tom da mensagem da administração é mais positivo em períodos económicos favoráveis e menos positivo em períodos desfavoráveis mantém-se, tendo-se em conta nessa análise quer a variável VPIB, quer os períodos económicos mais adversos versus menos adversos.

Adicionalmente, o coeficiente de Spearman, apresentado na Tabela 4.4, demonstra a existência de uma relação positiva e estatisticamente significativa ($p < 0,05$) entre o tom da mensagem e variação do PIB.

Tabela 4.4: Coeficiente de Spearman – Variável VPIB

Variável	Análise	VPIB
<i>Scoring</i>	Coeficiente de Correlação	,492**
	Sig. (2 ext.)	0,000

Em linha com as expectativas iniciais, a pressão social exercida sobre as entidades para a existência de uma maior transparência em condições macroeconómicas difíceis estabelece que as entidades mantenham um discurso coerente com as suas DF (DiMaggio & Powell, 1991).

Assim, no período associado à recessão global da economia e à existência de grandes dificuldades financeiras no setor bancário, verifica-se uma presença generalizada da utilização de um tom menos positivo nas mensagens da administração. Entende-se que o ocorrido não deriva apenas do incremento da pressão social, mas também poderá estar associado ao elevado custo decorrente da utilização de estratégias de IM em períodos de crise financeira (Patelli & Pedrin, 2014).

Contrariamente, nos períodos de crescimento económico, o tom da mensagem da administração aparenta ser mais positivo. Os resultados obtidos apontam para que o tom da mensagem da administração é, de facto, potencialmente influenciado pela evolução que se observa no ambiente macroeconómico nacional, confirmando se assim parcialmente a hipótese H1.

4.1.2. Variáveis de corporate governance

A segunda classe de fatores influenciadores do tom da mensagem da administração está relacionada com as variáveis de CG. De acordo com os dados apresentados na Figura 4.4, verifica-se que as entidades utilizam um tom na mensagem da administração menos (mais) positivo quando o número de administradores não executivos no conselho de administração é superior (inferior).

Por outro lado, verifica-se que as entidades que dispõem de uma maior (menor) percentagem de participação detida por um único *shareholder* utilizam um tom na mensagem da administração mais (menos) positivo.

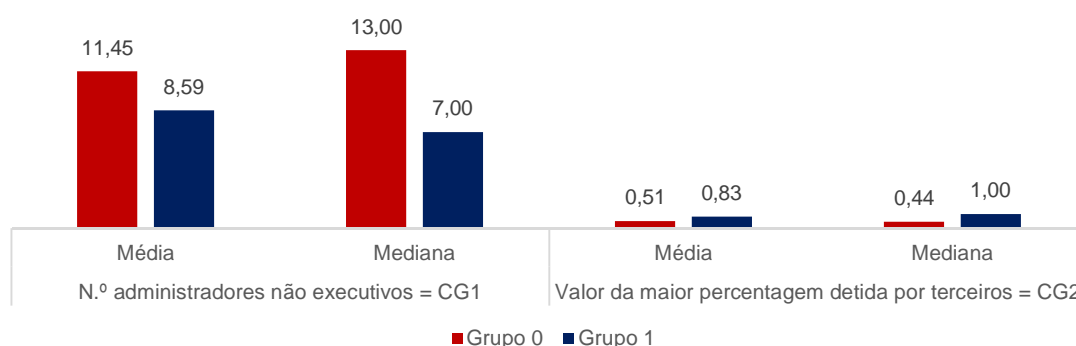


Figura 4.4: Estatística da variável *scoring* para as variáveis CG1 e CG2

A Tabela 4.5 apresenta os resultados do teste não paramétrico U de Mann-Whitney efetuado para as variáveis CG1 e CG2 em função da divisão dos dois grupos propostos para a variável *scoring*, sendo possível observar a existência de diferenças estatisticamente significativas para as variáveis CG1 e CG2, embora a um nível de significância ligeiramente superior a 5% no primeiro caso. Como tal, os resultados apresentados na Figura 4.4. são globalmente confirmados pelo referido teste.

Os resultados identificados na Tabela 4.5 permitem, assim, corroborar parcialmente as conclusões retiradas a partir da análise da Figura 4.4.

Por um lado, os resultados confirmam a existência de uma diferença estatisticamente significativa ($p < 0,05$) entre o tom da mensagem da administração utilizado pelas entidades com maior percentagem de participação detida por um único *shareholder* (mais positivo) e entidades com uma menor participação por um único *shareholder* (menos positivo).

Tabela 4.5: U de Mann-Whitney – Variáveis CG1 e CG2

Variável	Grupo	N	Posto Médio	Soma de Classificações
CG1	0	29	33,69	977
	1	29	25,31	734
	Total	58		
CG2	0	29	23,48	681
	1	29	35,52	1 030
	Total	58		

Estatísticas de teste		
Variável	CG1	CG2
U de Mann-Whitney	299	246
Wilcoxon W	734	681
Z	-1,90	-2,95
Significância Sig. (bilateral)	0,057	0,003
a. Variável de Agrupamento: <i>Scoring</i>		

Através da análise dos coeficientes de Spearman, verifica-se a existência de uma relação estatisticamente significativa ($p < 0,05$) entre as variáveis CG1 (negativa) e CG2 (positiva) e o tom da mensagem da administração, conforme identificado na Tabela 4.6.

Tabela 4.6: Correlação de Spearman – Variáveis CG1 e CG2

Variável	Análise	CG1	CG2
<i>Scoring</i>	Coeficiente de Correlação	-,415**	,432**
	Sig. (2 ext.)	0,001	0,001

Os resultados apresentados na Tabela 4.6 são um indicio para a confirmação das hipóteses H2.1 e H2.2.

Relativamente à variável associada à remuneração dos administradores (CG3), verifica-se que esta apresenta uma distribuição linear.

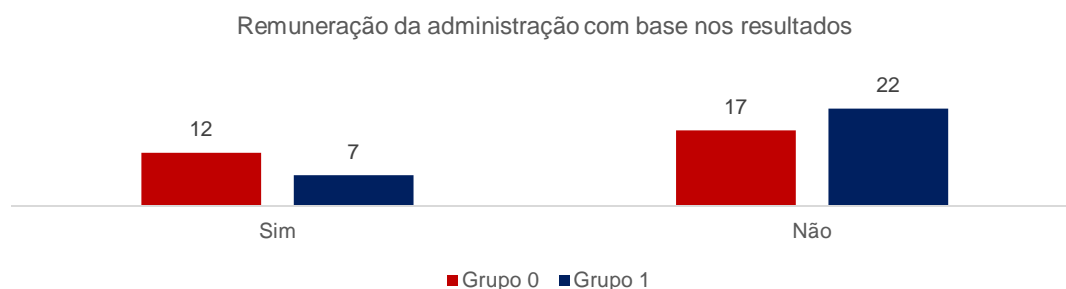


Figura 4.5: Estatística da variável *scoring* para a variável CG3

Conforme apresentado na Figura 4.5, os bancos, na sua maioria, não utilizam os resultados do ano como *proxy* da remuneração dos administradores.

Tabela 4.7: Teste qui-quadrado – Variável CG3

	Valor	gl	Significância Assintótica (Bilateral)
Qui-quadrado de Pearson	58,000 ^a	57	0,438
Razão de verossimilhança	73,365	57	0,071
Associação Linear por Linear	3,812	1	0,051
N de Casos Válidos	58		

a. 116 células (100,0%) esperavam uma contagem menor que 5. A contagem mínima esperada é ,33.

Assim, considerando os resultados para o Qui-Quadrado, identificados na Tabela 4.7, verifica-se que a variável CG3 não apresenta uma relação significativa ($p < 0,05$) com o tom da mensagem da administração, o que indica que a hipótese H2.3 deverá ser rejeitada.

4.1.3. Fatores económico-financeiros

A análise aos fatores económico-financeiros inicia-se com a apresentação da análise estatística da variável relacionada com a dimensão (VN). Com o efeito, conforme indicado na Figura 4.6, verifica-se que as entidades de maior (menor) dimensão utilizam um tom da mensagem da administração menos (mais) positivo.

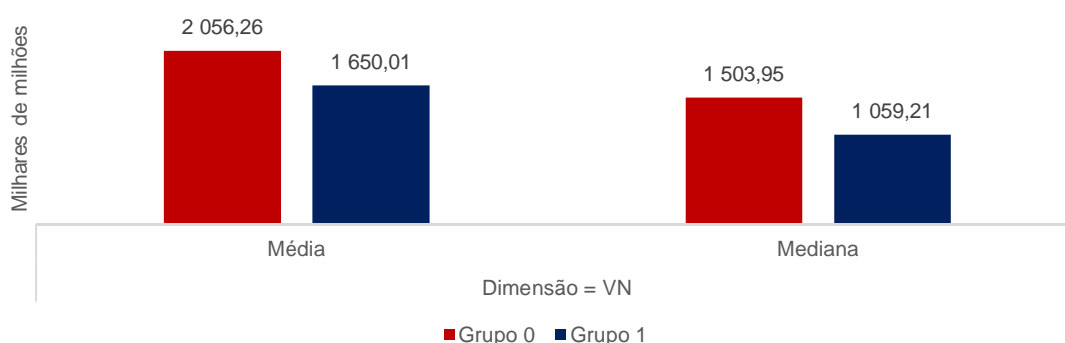


Figura 4.6: Estatística da variável *scoring* pelas variáveis VN

A Tabela 4.8 apresenta os resultados do teste não paramétrico U de Mann-Whitney efetuado para a variável VN, sendo possível verificar que não se identifica a existência de diferença estatisticamente significativa ($p < 0,05$) em função da divisão dos dois grupos propostos para a variável *scoring*.

Tabela 4.8: U de Mann-Whitney – Variável VN

Variável	Grupo	N	Posto Médio	Soma de Classificações
VN	0	29	31,52	914
	1	29	27,48	797
	Total	58		

Estatísticas de teste	
U de Mann-Whitney	362
Wilcoxon W	797
Z	-0,91
Significância Sig. (bilateral)	0,363
a. Variável de Agrupamento: <i>Scoring</i>	

Nesse sentido, verifica-se que os resultados obtidos na Figura 4.6 indicam a existência de uma diferença entre o tom da mensagem utilizado pelas entidades de maior e menor dimensão. Contudo, conforme apresentado na Tabela 4.8, esta não se prova ser estatisticamente significativa. Assim, a conclusão retirada de que o tom da mensagem da administração é mais (menos) positivo das entidades de menor (maior) dimensão não se mantém.

Relativamente à relação entre a variável VN e o tom da mensagem da administração, conforme Tabela 4.9, não se verifica a existência de uma relação estatisticamente significativa ($p < 0,05$).

Tabela 4.9: Correlação de Spearman – Variáveis VN

Variável	Análise	VN
<i>Scoring</i>	Coeficiente de Correlação	-0,119
	Sig. (2 ext.)	0,376

As conclusões retiradas através da análise à Figura 4.6 e às Tabelas 4.8 e 4.9 permitem antecipar parcialmente os resultados ao teste das hipóteses H3.1, nomeadamente a possível rejeição desta hipótese.

Na Figura 4.7 apresenta-se a análise estatística para as variáveis EMAT e AL, sendo possível identificar que entidades que apresentam uma menor (maior) liquidez dos seus ativos são aquelas que utilizam um tom da mensagem da administração mais (menos) positivo. No que concerne ao endividamento, não se verifica uma diferença expressiva entre o nível de endividamento e o tom da mensagem da administração.

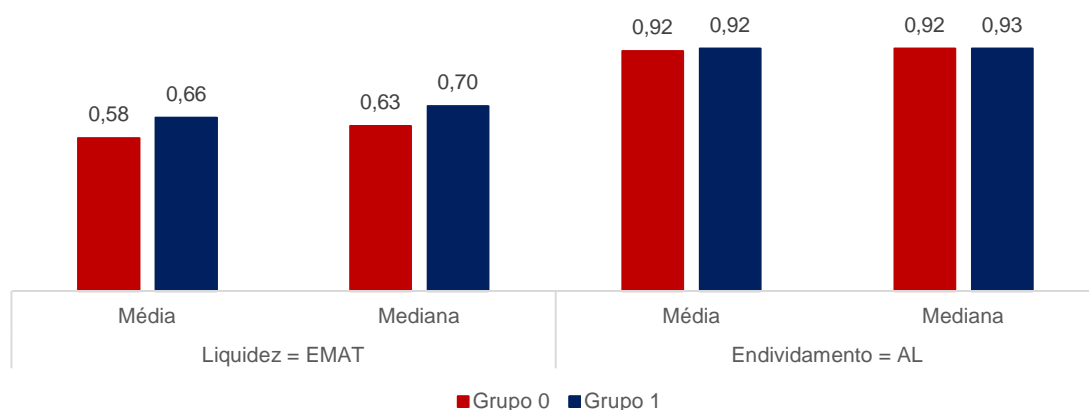


Figura 4.7: Estatística da variável *scoring* pelas variáveis EMAT e AL

A Tabela 4.10 apresenta os resultados do teste não paramétrico U de Mann-Whitney efetuado para as variáveis EMAT e AL em função da divisão dos dois grupos propostos para a variável *scoring*.

Tabela 4.10: U de Mann-Whitney – Variável EMAT e AL

Variável	Grupo	N	Posto Médio	Soma de Classificações
EMAT	0	29	24,17	701
	1	29	34,83	1 010
	Total	58		

Estatísticas de teste	
U de Mann-Whitney	266
Wilcoxon W	701
Z	-2,40
Significância Sig. (bilateral)	0,016
a. Variável de Agrupamento: <i>Scoring</i>	

Variável	Grupo	N	Posto Médio	Soma de Classificações
AL	0	29	30,00	870
	1	29	29,00	841
	Total	58		

Estatísticas de teste	
U de Mann-Whitney	406
Wilcoxon W	841
Z	-0,23
Significância Sig. (bilateral)	0,822
a. Variável de Agrupamento: <i>Scoring</i>	

Assim, os resultados identificados na Tabela 4.10 permitem sustentar as conclusões extraídas anteriormente a partir da análise da Figura 4.7. Em síntese, os resultados

confirmam a existência de uma diferença estatisticamente significativa ($p < 0,05$) no tom da mensagem utilizado pelas entidades, que se apresenta mais (menos) positivo para as entidades com maiores (menores) níveis de liquidez, considerando a variável EMAT. Adicionalmente, a conclusão retirada através da análise estatística da variável AL, de que não existe uma diferença no tom utilizado por entidades com níveis de endividamento é confirmada através da análise ao teste U de Mann-Whitney.

Ainda relativamente à relação entre as variáveis EMAT e AL e o tom da mensagem da administração, a Tabela 4.11 apresenta os resultados dos coeficientes de Spearman, sendo possível verificar, no mesmo sentido das conclusões anteriores, a existência de uma relação estatisticamente significativa ($p < 0,05$) apenas com a variável EMAT.

Tabela 4.11: Correlação de Spearman – Variáveis EMAT e AL

Variável	Análise	EMAT	AL
Scoring	Coeficiente de Correlação	,335*	-0,118
	Sig. (2 ext.)	0,010	0,379

As conclusões retiradas através da análise à Figura 4.7 e às Tabelas 4.10 e 4.11, permitem antecipar parcialmente os resultados ao teste das hipóteses H3.2 e H3.4, nomeadamente a possível confirmação da hipótese H3.2 e a rejeição da hipótese H3.4.

Na sequência, a Figura 4.8 apresenta a análise estatística das variáveis ICTC, RD, VDR e TxVN, associadas à qualidade dos ativos, rendibilidade e a sua variação e a taxa de crescimento do volume de negócios, respetivamente.

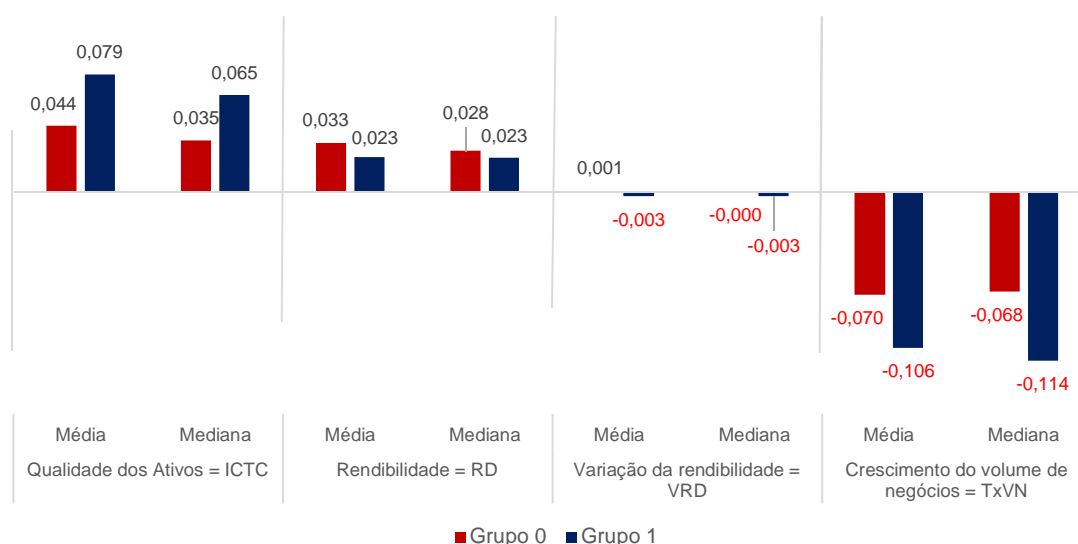


Figura 4.8: Estatística da variável *scoring* pelas variáveis ICTC, RD, VRD e TxVN

Com base nos dados da Figura 4.8 verifica-se que as entidades utilizam um tom da mensagem da administração mais (menos) positivo quando a qualidade dos seus ativos é inferior (superior). Por outro lado, verifica-se que as entidades com níveis de rentabilidade inferiores (superiores) utilizam um tom da mensagem mais (menos) positivo.

Relativamente à variação da rentabilidade, não se identifica uma diferença significativa no tom da mensagem utilizado pela administração em entidades que apresentam uma variação negativa do nível de rentabilidade face às entidades que apresentam uma variação positiva do nível de rentabilidade.

Por último, verifica-se que o tom da mensagem da administração é mais (menos) positivo quando a taxa de crescimento do volume de negócios é mais (menos) reduzida.

Na Tabela 4.12 apresenta-se os resultados do teste não paramétrico U de Mann-Whitney efetuado para as variáveis ICTC, RD, VRD e TxVN, sendo possível observar diferenças estatisticamente significativas ($p < 0,05$) apenas para as variáveis ICTC e RD em função da divisão dos dois grupos propostos para a variável *scoring*.

Tabela 4.12: U de Mann-Whitney – Variáveis ICTC, RD, VRD e TxVN

Variável	Grupo	N	Posto Médio	Soma de Classificações
ICTC	0	29	22,28	646
	1	29	36,72	1 065
	Total	58		

Estatísticas de teste	
U de Mann-Whitney	211
Wilcoxon W	646
Z	-3,26
Significância Sig. (bilateral)	0,001
a. Variável de Agrupamento: <i>Scoring</i>	

Variável	Grupo	N	Posto Médio	Soma de Classificações
RD	0	29	37,28	1 081
	1	29	21,72	630
	Total	58		

Estatísticas de teste	
U de Mann-Whitney	195
Wilcoxon W	630
Z	-3,51
Significância Sig. (bilateral)	0,000
a. Variável de Agrupamento: <i>Scoring</i>	

Variável	Grupo	N	Posto Médio	Soma de Classificações
VRD	0	29	32,83	952
	1	29	26,17	759
	Total	58		

Estatísticas de teste	
U de Mann-Whitney	324
Wilcoxon W	759
Z	-1,50
Significância Sig. (bilateral)	0,133
a. Variável de Agrupamento: <i>Scoring</i>	

TxVN mediana cima e baixo

Variável	Grupo	N	Posto Médio	Soma de Classificações
TxVN	0	29	32,24	935
	1	29	26,76	776
	Total	58		

Estatísticas de teste	
U de Mann-Whitney	341
Wilcoxon W	776
Z	-1,24
Significância Sig. (bilateral)	0,216
a. Variável de Agrupamento: <i>Scoring</i>	

Assim, os resultados identificados na Tabela 4.12, corroboram, em parte, as conclusões extraídas anteriormente a partir da análise da Figura 4.8, nomeadamente no que respeita às conclusões associadas à qualidade dos ativos e rendibilidade das entidades. Contudo, os resultados do teste U de Mann-Whitney não suportam as conclusões retiradas sobre a variação anual da rendibilidade e a taxa de crescimento do volume de negócios.

Em suma, confirma-se que as entidades utilizam um tom da mensagem mais (menos) positivo quando apresentam níveis inferiores (superiores) de qualidade dos ativos e rendibilidade. Os resultados obtidos no teste U de Mann-Whitney permitem confirmar as conclusões inicialmente retiradas da análise estatística da variável VRD, uma vez que não se verifica a existência de uma diferença estatisticamente significativa no tom utilizado na mensagem da administração nas entidades que apresentam um decréscimo ou aumento do nível de rendibilidade.

Adicionalmente, não se confirma a conclusão retirada da análise estatística da variável TxVN, uma vez que do teste U de Mann-Whitney não se verifica a existência de uma

diferença estatisticamente significativa no tom da mensagem da administração utilizado pelas entidades que apresentam um aumento ou um decréscimo do volume de negócios.

A Tabela 4.13 apresenta os resultados da análise do teste de correlação de Spearman efetuado para o mesmo conjunto de variáveis.

Tabela 4.13: Correlação de Spearman – Variáveis ICTC, RD, VRD E TxVN

Variável	Análise	ICTC	RD	VRD	TxVN
Scoring	Coefficiente de Correlação	,489**	-,374**	-0,085	-0,085
	Sig. (2 ext.)	0,000	0,004	0,526	0,528

Os resultados apresentados na Tabela 4.13, correspondentes à relação identificada entre as variáveis ICTC, RD, VRD e TxVN e o tom da mensagem da administração, permitem identificar a existência de uma relação estatisticamente significativa ($p < 0,05$) entre o tom da mensagem da administração e as variáveis ICTC e RD, em linha com as conclusões anteriores.

Em face das conclusões retiradas através da análise à Figura 4.8 e às Tabelas 4.12 e 4.13, antecipa-se a possibilidade de confirmação das hipóteses H3.3 e H3.5, bem como a rejeição das hipóteses H3.6 e H3.7.

Na secção seguinte apresenta-se o segundo grupo de análises estatísticas efetuadas, nomeadamente a análise multivariada através de modelos de regressão linear.

4.2. Análise multivariada

Na sequência da análise estatística anterior, apresenta-se seguidamente na Tabela 4.16 e 4.19 os resultados obtidos na análise multivariada, a partir de dois modelos de regressão linear propostos para a análise das hipóteses anteriormente delineadas, doravante designados de “Modelo 1” e “Modelo 2”. Tais modelos foram obtidos, em ambos os casos, através da aplicação do método *stepwise*. O Modelo 1 corresponde ao resultado da primeira iteração (iteração natural e mais significativa). O Modelo 2, por sua vez, resultou da experiência de remoção, uma a uma, de variáveis do primeiro modelo, selecionando-se ao fim aquele que se apresentou como o mais diferenciado em termos das variáveis extraídas, face às alternativas identificadas.

A análise multivariada foca-se, essencialmente, na análise dos fatores previamente selecionados (variáveis independentes) que podem, ou não, influenciar o tom da mensagem da administração. Contudo, antes de se efetuar a análise dos resultados das

relações existentes, importa analisar se os pressupostos subjacentes aos modelos de regressão linear múltipla se encontram verificados.

Nos modelos de regressão linear múltipla não deve existir, idealmente, colinearidade e multicolinearidade entre duas ou mais variáveis independentes, respetivamente. Por outras palavras, as variáveis explicativas devem ser linearmente independentes.

De acordo com os resultados obtidos na correlação de Spearman, apresentados na Tabela 4.14, verifica-se que os coeficientes das variáveis relevantes no modelo de regressão assumem valores inferiores a $\pm 0,4$, que indiciam uma fraca ou moderada correlação, não se identificando, por isso, problemas significativos em termos de colinearidade.

Tabela 4.14: Correlação de Spearman – Colinearidade – Modelo 1

Variável	Análise	EMAT	ICTC	VPIB	CG1
EMAT	Correlação de Spearman	1	-0,038	-0,225	-0,126
ICTC		-0,038	1	0,345	-0,052
VPIB		-0,225	0,345	1	-0,116
CG1		-0,126	-0,052	-0,116	1

O diagnóstico de multicolinearidade pode ser observado, conjuntamente com os resultados da regressão para o Modelo 1, por meio do *Variance Inflation Factor* (VIF) disponível na Tabela 4.16, sendo observado valores inferiores ao limiar considerado crítico para este efeito (VIF maior que 10).

De acordo com os resultados apresentados na Tabela 4.15, verifica-se que análise da variância (ANOVA) para o Modelo 1 é significativo e, como tal, tem poder explicativo.

Tabela 4.15: Estatística da regressão – Modelo 1

Resumo do modelo					
Variáveis	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson
VPIB, EMAT, ICTC, CG1	0,759	0,576	0,544	0,072	2,319
Anova					
Descrição	Soma dos Quadrados	df	Quadrado Médio	Z	Sig.
Regressão	0,373	4	0,093	17,975	,000 ^e
Resíduo	0,275	53	0,005		
Total	0,647	57			

Por outro lado, verifica-se através do R^2 ajustado (coeficiente de determinação ajustado) que as variáveis independentes utilizadas no modelo conseguem explicar o tom da mensagem da administração (variável dependente) em aproximadamente 54,4%. Este

resultado está em linha com os restantes estudos já referidos anteriormente, onde o R^2 ajustado varia entre os 42,2% em Iatridis (2016) e 64,6% em Cano-Rodriguez (2010).

Relativamente aos resultados estatísticos obtidos no Modelo 1, apresentado na Tabela 4.16, destacam-se as associações estatisticamente significativas entre o tom da mensagem da administração e quatro variáveis independentes. Por um lado, verificam-se associações positivas entre o tom da mensagem da administração e as variáveis independentes VPIB, EMAT e ICTC, representativas dos fatores macroeconómicos (VPIB, com o coeficiente mais elevado) e dos fatores económico-financeiros, mais especificamente a liquidez (EMAT) e a qualidade dos ativos (ICTC). Por outro lado, verifica-se que o tom da mensagem da administração está negativamente associado à CG1, variável relativa a CG representativa do número de administradores não executivos no conselho de administração.

Tabela 4.16: Resultados da regressão - Modelo 1

Variáveis	Coeficientes						
	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.	Estatísticas de colinearidade	
	B	Erro	Beta			Tolerância	VIF
(Constante)	0,561	0,065		8,690	0,000		
VPIB	2,136	0,430	0,480	4,970	0,000	0,858	1,165
EMAT	0,286	0,059	0,458	4,864	0,000	0,902	1,109
ICTC	0,737	0,210	0,336	3,509	0,001	0,873	1,146
CG1	-0,297	0,087	-0,306	-3,406	0,001	0,993	1,007

Assim, a partir do Modelo 1 é possível deduzir-se que o tom da mensagem da administração das entidades do setor bancário português é influenciado por fatores macroeconómicos, de CG e económico-financeiros.

Relativamente ao Modelo 2, e à semelhança do Modelo 1, verifica-se a partir da Tabela 4.17 a confirmação da inexistência de relações entre variáveis relevantes superiores a $\pm 0,4$, não se identificando, por isso, problemas significativos em termos de colinearidade.

Tabela 4.17: Correlação de Spearman – Multicolinearidade – Modelo 2

Variável	Análise	VPIB	RD	CG1
VPIB	Correlação de Spearman	1	-0,068	-0,116
RD		-0,068	1	0,223
CG1		-0,116	0,223	1

Por sua vez, o diagnóstico de multicolinearidade pode ser observado, conjuntamente com os resultados da regressão para o Modelo 2, por meio do VIF disponível

na Tabela 4.19, observando-se, tal como no Modelo 1, valores inferiores ao limiar considerado crítico para este efeito (VIF maior que 10).

Da mesma forma, e conforme indicado na Tabela 4.18, os resultados da análise de variância (ANOVA) indicam que o Modelo 2 também é significativo, indicando que este segundo modelo tem, à semelhança do modelo anterior, poder explicativo. Por outro lado, e apesar de o Modelo 2 apresentar um poder explicativo inferior ao Modelo 1, ainda assim é possível identificar, a partir do R quadrado ajustado, que as variáveis independentes explicam 41,2% do tom da mensagem da administração no Modelo 2. Como tal, o referido modelo também se encontra dentro dos valores médios identificados em estudos desta natureza.

Tabela 4.18: Estatística da regressão – Modelo 2

Resumo do modelo					
Variáveis	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson
VPIB, RD, CG1	0,666	0,443	0,412	0,082	1,856
Anova					
Descrição	Soma dos Quadrados	df	Quadrado Médio	Z	Sig.
Regressão	0,287	3	0,096	14,336	,000 ^d
Resíduo	0,360	54	0,007		
Total	0,647	57			

Os fatores determinantes (variáveis independentes) do tom da mensagem da administração apresentam-se listados na Tabela 4.19.

Tabela 4.19: Resultados da regressão - Modelo 2

Coeficientes							
Variáveis	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.	Estatísticas de colinearidade	
	B	Erro	Beta			Tolerância	VIF
(Constante)	0,858	0,061		14,095	0,000		
VPIB	2,085	0,453	0,469	4,608	0,000	0,996	1,004
RD	-3,041	0,900	-0,344	-3,381	0,001	0,995	1,005
CG1	-0,274	0,099	-0,282	-2,768	0,008	0,992	1,009

A partir dos resultados obtidos no Modelo 2, indicados na Tabela 4.19, constata-se a manutenção das variáveis VPIB e CG1 como fatores determinantes do tom da mensagem da administração, tendo sido mantido o sentido das suas associações (positivo para a VPIB e negativo para a CG1) e a preponderância do coeficiente da primeira (em valor absoluto). Não obstante, este modelo apresenta a inclusão da variável RD em substituição das variáveis EMAT e ICTC.

Em síntese, os resultados obtidos através da utilização de dos modelos de regressão linear (Modelo 1 e Modelo 2) permitem confirmar as hipóteses H1, H2.1, H3.2, H3.3 e H3.5 e, por outro lado, rejeitar as hipóteses H2.2, H2.3, H3.1, H3.4, H3.6 e H3.7. Relativamente ao primeiro modelo estudado (Modelo 1), destaca-se a confirmação de que o tom da mensagem da administração é influenciado pelos seguintes fatores:

- Fatores macroeconómicos: Variação do PIB (VPIB), subjacente à H1;
- Variáveis de CG: Número de administradores não executivos no conselho de administração (CG1), subjacente à H2.1;
- Fatores económico-financeiros: Liquidez (EMAT), subjacente à H3.2;
- Fatores económico-financeiros: Qualidade dos ativos (ICTC), subjacente à H3.3;

Assim, verificou-se que o tom da mensagem da administração é diretamente influenciado pela evolução que se observa no ambiente macroeconómico nacional. A este respeito, conclui-se que o tom utilizado nas mensagens da administração acompanha as oscilações de mercado, isto é, é mais positivo (negativo) quando a evolução do mercado é positiva (negativa). Tal resultado manteve-se inalterado quando efetuada uma análise sobre o tom da mensagem da administração durante o período caracterizado pela intervenção da *Troika* em Portugal, confirmando-se assim a hipótese H1. De se salientar que estes resultados também são corroborados pelas análises univariada e bivariada efetuadas na secção anterior.

Relativamente às variáveis de CG, destaca-se que o tom da mensagem da administração encontra-se inversamente influenciado pelo número de administradores não executivos no conselho de administração. Nesse sentido, identificou-se que as entidades analisadas utilizam um tom na mensagem da administração menos (mais) positivo quando o número de administradores não executivos no conselho de administração é superior (inferior). Os resultados em apreço são igualmente consistentes com as análises univariada e bivariada, confirmando-se assim a hipótese H2.1. As conclusões obtidas encontram-se, assim, em linha com o estudo efetuado por Iatridis (2016).

Dos fatores económico-financeiros estudados, verificou-se que o tom da mensagem da administração encontra-se diretamente influenciado pela liquidez das entidades, tendo-se verificado a utilização de um tom mais (menos) positivo quando entidades apresentam níveis de liquidez superiores (inferiores). Os resultados obtidos no Modelo 1, relativamente à liquidez das entidades, mantiveram-se constantes face às análises univariada e bivariada, confirmando-se, assim, a hipótese H3.2. Tais resultados

encontram-se, à semelhança da hipótese anterior, em linha com as conclusões obtidas por Iatridis (2016).

Adicionalmente, verificou-se ainda, através do Modelo 1, que o tom da mensagem da administração encontra-se diretamente influenciado pela qualidade dos ativos. Os resultados obtidos, à semelhança dos observados nas análises univariada e bivariada, indicam que as entidades analisadas utilizam um tom da mensagem da administração mais (menos) positivo quando a qualidade dos seus ativos é inferior (superior), confirmando-se assim a hipótese H3.3.

Relativamente ao segundo modelo estudado (Modelo 2), verificou-se a manutenção dos fatores influenciadores associados à evolução macroeconómica e às variáveis de CG. Contudo, a inclusão da rendibilidade neste modelo, por substituição dos fatores económico-financeiros anteriores, revelou-se também um fator influenciador. Nesse sentido, confirma-se que o tom da mensagem da administração se encontra inversamente influenciada pela rendibilidade das entidades. De acordo com os resultados obtidos identificou-se a utilização de um tom da mensagem mais (menos) positivo quando os níveis de rendibilidade são inferiores (superiores), confirmando-se assim a hipótese H3.5. Os resultados obtidos para esta variável são também corroborados pelas análises univariadas e bivariadas. Tais conclusões encontram-se em linha com o estudo efetuado por Clatworthy e Jones (2003)

Relativamente às hipóteses não confirmadas pelos modelos de regressão linear, recorda-se que, através das análises univariadas e bivariadas, verificou-se que o tom da mensagem da administração é também inversamente influenciado pela percentagem de participação detida pelo controlador. Deste modo, identificou-se que tom da mensagem da administração utilizado é mais positivo (negativo) nas entidades que apresentam uma maior (menor) percentagem de participação detida por um único *shareholder*. Assim, apesar de a variável CG2 não ter sido identificada como fator relevante para efeitos da análise multivariada, entende-se que existem indícios para igualmente confirmar a hipótese H2.2. Os resultados obtidos para a referida variável encontram-se em linha com as conclusões retiradas por Abrahamson e Park (1994) e Iatridis (2016).

Por fim, as hipóteses associadas à remuneração da administração (H2.3), dimensão (H3.1), endividamento (H3.4), variação anual da rendibilidade (H3.6) e taxa de crescimento anual do volume de negócios (H3.7), foram rejeitadas na sua generalidade, uma vez que não se consubstanciaram em fatores relevantes para a determinação do

tom da mensagem da administração, nem se verificaram diferenças estatisticamente significativas nas análises univariadas, bivariadas e multivariadas.

No capítulo seguinte serão apresentadas as conclusões gerais do estudo, bem como as limitações identificadas e as sugestões para futuros estudos nesta linha de investigação.

5. Conclusões, limitações e sugestões para futuras investigações

Este último capítulo é dedicado à apresentação das conclusões extraídas a partir dos resultados obtidos e analisados no capítulo precedente, bem como à divulgação das principais limitações identificadas e possíveis contribuições para futuras investigações sobre a temática associada ao estudo das estratégias de IM.

O estudo efetuado investigou os distintos fatores que potencialmente influenciam o tom da mensagem da administração constante nos relatórios e contas das entidades do setor bancário português.

Para o referido propósito, onze hipóteses foram desenvolvidas no sentido de dar resposta à questão de investigação, encontrando-se relacionadas com três distintas áreas de análise, nomeadamente a macroeconómica, da CG e a económico-financeira. As hipóteses delineadas foram testadas através de análises univariadas, bivariadas e multivariadas.

Assim, e relativamente aos resultados obtidos, confirmou-se a hipótese associada aos fatores macroeconómicos, obtendo-se indicação de que o tom da mensagem da administração identificado a partir dos relatórios e contas das entidades do setor bancário encontra-se potencialmente influenciado pela evolução do PIB. Por outras palavras, o tom da mensagem da administração é tanto mais positivo (negativo) quanto mais positivo (negativo) se apresenta o cenário macroeconómico. Embora a literatura sobre o tema seja ainda reduzida, importa referir as indicações apresentadas por Patelli e Pedrin (2014), os quais referem que em condições macroeconómicas difíceis, caracterizadas pela elevada incerteza e perspetivas desfavoráveis, o incentivo para a utilização de estratégias de IM é mais reduzido. Adicionalmente, defendem que a literatura científica apresenta diversos indícios de que a inclusão de estratégias de IM em condições macroeconómicas difíceis poderia acarretar custos substancialmente superiores.

A segunda conclusão extraída a partir do estudo aponta para a existência de uma relação negativa entre o tom da mensagem da administração e o número de administradores não executivos no conselho de administração das entidades, variável associada ao CG. Uma das explicações associadas a este resultado é apresentada por Duellman e Ahmed (2013), sendo, posteriormente, confirmada por Iatridis (2016). Os autores reforçam a ideia de que a presença de administradores não executivos no conselho de administração potencializa a proteção dos interesses dos *shareholders*,

bem como incrementa o controlo existente sob as ações dos gestores. Assim, para além de aumentarem o nível de CG das entidades, tais controlos dificultam a utilização de estratégias de IM.

A terceira conclusão obtida através da análise multivariada é a de que um tom da mensagem da administração mais positivo se encontra associado a menores níveis de liquidez e qualidade inferior dos ativos.

Estes resultados confirmam as conclusões obtidas por LaFond e Watts (2008), Cano-Rodriguez (2010) e Iatridis (2016), os quais afirmam que as entidades com baixa liquidez ou altamente alavancadas apresentam um discurso menos positivo, uma vez que são controladas pela estrutura de credores associada ao *funding* das entidades. Outro argumento utilizado pelos autores aponta no sentido de que o baixo nível de liquidez implica a utilização de um discurso menos positivo, como forma de transmitir o futuro potencial financeiro das entidades. Quanto à qualidade dos ativos, uma das potenciais explicações para os resultados obtidos é a que os bancos com uma qualidade de ativos inferior apresentam um discurso mais positivo, com o propósito de dissipar as atenções sobre tais ativos.

Por fim, a quarta conclusão obtida indica que existe uma relação negativa entre o tom utilizado na mensagem da administração e a rendibilidade. Uma possível justificação para o resultado obtido pode ser encontrada a partir dos argumentos apresentados por Aerts (2005). De acordo com o autor, uma das principais consequências para a entidade que apresenta resultados negativos é a emergência de conflitos de interesse entre a administração e os seus *shareholders*. Em tais casos, a administração pode ser motivada a manipular as perceções e decisões dos *shareholders* quanto ao desempenho financeiro. Estes resultados são consistentes com os resultados obtidos por Clatworthy e Jones (2003), onde os autores identificaram evidências de um efeito *Pollyanna* mais forte em empresas com baixo desempenho financeiro.

Uma das dificuldades iniciais associadas ao presente estudo foi a identificação de uma metodologia inovadora que permitisse avaliar o tom da mensagem das entidades do setor bancário português. Não sendo conhecida uma lista de palavras em português associadas aos tons mais positivos e mais negativos conduziu à necessidade de se procurar outras formas de classificação qualitativa do tom da mensagem da administração das entidades analisadas.

Ao fim do processo, no entanto, a criação de procedimentos baseados em ferramentas associadas ao campo da inteligência artificial para a identificação dos padrões existentes nas referidas mensagens revelou-se como uma fonte potencial de contributos

para investigações futuras nessa linha de investigação e áreas relacionadas. Importa referir, nesse contexto, o potencial de exploração de tais ferramentas em estudos nessa natureza, contribuindo para a redução de erros e da subjetividade inerente a tais processos.

Não sendo conhecidos estudos nacionais que tenham seguido metodologia similar para a obtenção da variável dependente proposta neste estudo, nomeadamente o tom da mensagem da administração das entidades do setor bancário nacional, é possível indicar esta característica como o principal contributo desta investigação. Por outro lado, relativamente aos fatores explicativos analisados, observou-se a não consideração do fator macroeconómico em estudos realizados nessa linha de investigação. Como tal, este elemento também merece ser destacado como mais um potencial contributo à investigação científica nesse âmbito.

Outra limitação associada à realização do estudo revela-se na divulgação limitada das DF das entidades em Portugal, sobretudo as não cotadas. Mais concretamente, a divulgação dos dados financeiros esteve limitada a um período de tempo que não permitiu a consideração de uma série histórica mais alargada. Adicionalmente, no contexto específico do tratamento das mensagens da administração nos relatórios e contas, verificou-se que algumas entidades não efetuam a divulgação pública desta componente do relato ou, por vezes, incluem-na em documentos protegidos ou em formato de imagem, o que não permite um tratamento mais automático ou eficiente dos dados não financeiros.

Por fim, importa referir que o estudo em apreço esteve inicialmente planeado para a inclusão das entidades do setor segurador, permitindo uma visão mais completa do setor empresarial não financeiro em Portugal. No entanto, assumida a vez obtidas as DF das referidas entidades, verificou-se que a maioria das entidades seguradoras não efetuam qualquer divulgação da mensagem da administração.

Como sugestões para futuras investigações, recomenda-se a utilização da mesma metodologia e variável dependente aplicada ao setor não financeiro português. Um estudo paralelo a esta investigação permitirá identificar as principais diferenças entre setores e estratégias utilizadas. Poderá ser ainda efetuada uma análise alargada a outras estratégias de IM, para além das identificadas neste estudo, bem como replicar-se esta proposta de análise a outros países. A título de exemplo, a comparação entre as entidades do setor bancário europeu poderá dar uma visão mais alargada das estratégias de IM utilizadas pelo referido setor ou, ainda, a inclusão num mesmo estudo

de entidades financeiras e não financeiras da União Europeia poderá demonstrar-se relevante.

Adicionalmente, a metodologia utilizada nesta investigação relativamente à forma de obtenção da variável dependente apresenta-se como potencialmente replicável e adaptável, permitindo a obtenção de um maior nível de detalhe na captura dos aspetos qualitativos contidos nas mensagens da administração das entidades. Espera-se, assim, que a continuidade de estudos dessa natureza, a par com as inovações tecnológicas que se observam neste campo, permitam ampliar o potencial de investigações passíveis de serem desenvolvidas nesta ou noutras linhas de investigação.

Referências bibliográficas

- Abata, M. A. (2014). Asset Quality and Bank Performance: A Study of Commercial Banks in Nigeria. *Research Journal of Finance and Accounting* (5).
- Abrahamson, E., & Ami, E. (1996). The Information Content Of The President's Letter To Shareholders. *Journal of Business Finance and Accounting* (23).
- Abrahamson, E., & Park, C. (1994). Concealment of Negative Organizational Outcomes: An Agency Theory Perspective. *The Academy of Management Journal* (37), 1302-1334.
- Achou, T., & Tegnuh, C. (2008). Bank Performance and Credit Risk Management. *Master Degree Project School of Technology and Society*. University of Skovde Press.
- Adelberg, A. H. (1979). Narrative Disclosures Contained in Financial Reports: Means of Communication or Manipulation? *Accounting and Business Research* (9), 179-190.
- Aerts, W. (1994). On the use of accounting logic as an explanatory category in narrative accounting disclosures. *Accounting, Organizations and Society* (19), pp. 337-353.
- Aerts, W. (2001). Inertia in the attributional content of annual accounting narratives. *European Accounting Review* (10), pp. 3-32.
- Aerts, W. (2005). Picking up the pieces: impression management in the retrospective attributional framing of accounting outcomes. *Accounting, Organizations and Society* (30), 493-517.
- Agresti, A. (1996). *Introduction to Categorical Data Analysis*. Nova Iorque: John Wiley and Sons.
- Agria, M. M. (2019). Afinal, que papel cabe aos administradores não executivos representar? *Jornal Económico*.
- Ahamed, M. M. (2017). Asset quality, non-interest income, and bank profitability: Evidence from Indian banks. *Economic Modelling* (63), 1-14.
- Alhassan, A. (2015). Income diversification and bank efficiency in an emerging market. *Managerial Finance* (41), 1318-1335.
- Allen, K., Bhattacharya, N., Black, E., & Christensen, T. (2007). Pro forma disclosure and investor sophistication: external validation of experimental evidence using archival data. *Accounting, Organizations and Society*, pp. 201-222.
- Alves, N. J., Kassai, J. R., Lucas, E. C., & Ferreira, H. M. (2017). Relato Integrado e o Formato da Informação Financeira para Evidenciar a Criação de Valor das Empresas do Programa Piloto. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças* (5), pp. 99-122.
- Arslan-Ayaydin, Ö., Boudt, K., & Thewissen, J. (2016). Managers set the tone: Equity incentives and the tone of earnings press releases. *Journal of Banking & Finance* (72), 132-147.

- Baker, H. E., & Kare, D. D. (1992). Relationship Between Annual Report Readability and Corporate Financial Performance. *Management Research News* (15), 1-4.
- Ball, R., & Shivakumar, L. (2005). Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics* (39), 83-128.
- Basel. (1999). Basel Committee - A New Capital Adequacy Framework.
- Bassyouny, H., Abdelfattah, T., & Tao, L. (2020). Beyond narrative disclosure tone: The upper echelons theory perspective. *International Review of Financial Analysis* (70).
- Bastardo, A. C., & Ferreira, L. (2015). *Graph Usage in Financial Reports: Evidence from Portuguese Listed Companies*. Obtido de NOVA – School of Business and Economics: https://run.unl.pt/bitstream/10362/15482/1/Bastardo_2015.pdf
- BdP. (2020). Evolução do PIB entre 2005 e 2019.
- Beaver, W. (1998). Financial reporting: An accounting revolution. *Prentice-Hall*.
- Beaver, W., & Ryan, S. (2005). Conditional and unconditional conservatism: Concepts and modelling. *Review of Accounting Studies* (10), 269-309.
- Bergmann, R., Ludbrook, J., & Spooren, W. (2012). Different outcomes of the Wilcoxon - Mann - Whitney Test from different statistics packages. *The American Statistician* (54), 72-77.
- Berle, A. A., & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Nova Iorque: Transaction Publishers.
- Bettman, J., & Weitz, B. (1983). Attributions in the boardroom: Causal reasoning in corporate annual reports. *Administrative Science Quarterly* (28), pp. 165-183.
- Bhandari, L. (1998). Debt/equity ratio and expected common stock returns: empirical evidence. *Journal of Finance* (43), 507-528.
- Bloomfield, R. (2002). The “incomplete revelation hypothesis” and financial reporting. *Accounting Horizons* (16), 233-243.
- Bogo, A. M. (2017). *Relatório de Sustentabilidade e Impression Management: Análise da natureza do conteúdo informacional*. Obtido de <https://www.occ.pt/news/comcontabaudit/pdf/120.pdf>
- Brennan, N. M., Guillamón-Saorín, E., & Pierce, A. (2009). Impression Management: Developing and Illustrating a Scheme of Analysis for Narrative Disclosures - A Methodological Note. *Accounting Auditing & Accountability Journal* (22).
- Brown, W. O., Helland, E., & Smith, J. K. (2006). Corporate philanthropic practices. *Journal of Corporate Finance* (12), 855-877.
- Caetano, E. (2017). Os anos da troika. Portugal foi o único país a sair da crise com menos desigualdade. *Observador*.
- Cano-Rodriguez, M. (2010). Big auditors, private firms and accounting conservatism: Spanish evidence. *The European Accounting Review* (19), 131-159.
- Carvalho, C. D. (2014). Uma análise das diferenças em termos da cultura e dos interesses profissionais a partir do projeto de substituição das IAS 39: Financial

Instruments - Recognition and Measurement. Dissertação de mestrado em contabilidade.

- Cassar, G. (2001). Self-Serving Behaviour and the Voluntary Disclosure of Capital Market Performance. *Accounting Research Journal* (14), 126-137.
- Casu, B., Girardone, C., & Molyneux, P. (2006). *Introduction To Banking*. London: Prentice Hall.
- Christie, A. (1990). Aggregation of Test Statistic: An Evaluation of the Evidence on Contracting and Size Hypotheses. *Journal of Accounting and Economics*, 15-36.
- Clapham, S., & Schwenk, C. (1991). Self-serving attributions, managerial cognition, and company performance. *Strategic Management Journal* (12), pp. 219-229.
- Clatworthy, M. A., & Jones, M. J. (2006). Differential patterns of textual characteristics and company performance in the chairman's statement. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*.
- Clatworthy, M., & Jones, M. (2003). Financial reporting of good news and bad news: Evidence from accounting narratives. *Accounting and Business Research* (33), pp. 171-185.
- Clatworthy, M., & Jones, M. J. (2001). The effect of thematic structure on the variability of annual report readability. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 311-326.
- Courtis, J. K. (1986). An Investigation into Annual Report Readability and Corporate Risk-Return Relationships. *Accounting and Business Research* (16), 285-294.
- Courtis, J. K. (1995). Readability of annual reports: Western versus Asian evidence. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* (8), 4-17.
- Courtis, J. K. (1998). Annual report readability variability: tests of the obfuscation hypothesis. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* (11), 459-472.
- Courtis, J. K. (2004). Corporate report obfuscation: artefact or phenomenon? *The British Accounting Review* (36), pp. 291-312.
- Covey, J., Green, K., & Slevin, D. (2006). Strategic process effects on the entrepreneurial orientation - sales growth rate relationship. *Entrepreneurship Theory & Practice* (30), 57-81.
- Davis, A. K., Piger, J., & Sedor, L. M. (2006). Beyond the Numbers: An Analysis of Optimistic and Pessimistic Language in Earnings Press Releases. *Contemporary Accounting Research*.
- Davis, A., & Tama-Sweet, I. (2012). Managers' use of language across alternative disclosure outlets: Earnings press releases versus MD&A. *Contemporary Accounting Research* (29), 804-837.
- Davis, A., Ge, W., Matsumoto, D., & Zhang, J. (2015). The effect of manager-specific optimism on the tone of earnings conference calls. *Review of Accounting Studies* (20), 639-673.
- Dempsey, S., Harrison, D., Luchtenberg, K., & Seiler, M. (2012). Financial opacity and firm performance: the readability of REIT annual reports. *J. Real Estate Finance Econ.* (45), 450-470.

- DiMaggio, P. J., & Powell, W. W. (1991). *The new institutionalism in*. Chicago: University of Chicago Press.
- Duellman, S., & Ahmed, A. (2013). Managerial overconfidence and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research* (51), 1-30.
- Eccles, R. G., & Krzus, M. P. (2010). One Report - Integrated Reporting For A Sustainable Strategy. *Financial Executive* (26), pp. 28-32.
- Edgar, V. C., Beck, M., & Brennan, N. M. (2018). Impression management in annual report narratives: the case of the UK private finance initiative. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 1566-1592.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review* (14), 57-74.
- Ertugrul, M., Lei, J., Qiu, J., & Wan, C. (2017). Annual report readability, tone ambiguity, and the cost of borrowing. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (52), 811-836.
- Falschlunger, L. M., Eisl, C., Losbichler, H., & Greil, A. M. (2015). Impression management in annual reports of the largest European companies - A longitudinal study on graphical representations. *Journal of Applied Accounting Research* (16), 383-399.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics* (25), pp. 301-325.
- Feldman, R., Govindaraj, S., Livnat, J., & Segal, B. (2010). Management's tone change, post earnings announcement drift and accruals. *Review of Accounting Studies* (15), 915-953.
- Fernandes, R. B. (2020). *Fatores Associados à Divulgação Voluntária do Relato Integrado no Brasil*. Obtido de https://repositorio.ufrn.br/jspui/bitstream/123456789/30038/1/Fatoresassociadosdivulgacao_Fernandes_2020.pdf
- Firth, M., Lohne, J. C., & Ropstad, R. (1996). The Remuneration of CEOs and Corporate Finance Performance in Norway. *Managerial and Decision Economics* (17), 291-301.
- Francis, J. (2001). Discussion of empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting and Economics* (31), 309-319.
- Franke, T. M., Ho, T., & Christie, C. A. (2012). The Chi-Square Test: Often Used and More Often Misinterpreted. *American Journal of Evaluation* (33), 448-458.
- Frownfelter-Lohrke, C., & Fulkerson, C. L. (2001). The Incidence and Quality of Graphics in Annual Reports: An International Comparison. *The Journal of Business Communication* (38).
- Godfrey, J., Mather, P., & Ramsay, A. (2003). Earnings and impression management in financial reports: the case of CEO changes. *ABACUS* (39), pp. 95-123.
- Grossman, S., & Stiglitz, J. (1980). On the impossibility of informationally efficient markets. *American Economic Review* (70), 393-408.

- Harrison, P. D., & Harrell, A. (1993). Impact of "Adverse Selection" on Managers' Project Evaluation Decisions. *The Academy of Management Journal* (36), 635-643.
- Henry, E. (2006). Are Investors Influenced By How Earnings Press Releases Are Written? *International Journal of Business Communication*.
- Henry, E. (2006). Market Reaction to Verbal Components of Earnings Press Releases: Event Study Using a Predictive Algorithm. *Journal of Emerging Technologies in Accounting* (3).
- Henry, E., & Leone, A. (2016). Measuring qualitative information in capital markets research: Comparison of alternative methodologies to measure disclosure tone . *The Accounting Review* (91), 153-178.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2003). Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature. *Economic Policy Review* (9).
- Hildebrandt, H. W., & Snyder, R. D. (1981). The Pollyanna Hypothesis in Business Writing: Initial Results, Suggestions for Research. *The Journal of Business Communication* (18), 5-15.
- Hooghiemstra, R., Kuang, Y. F., & Qin, B. (2017). Does obfuscating excessive CEO pay work? The influence of remuneration report readability on say-on-pay votes. *Accounting and Business Research* (47), 695-729.
- Huddart, S. (1993). The effect of a large shareholder on corporate value. *Management Science*, 1407-1421.
- Humpherys, S., Moffitt, K., Burns, M., Burgoon, J., & Felix, W. (2011). Identification of fraudulent financial statements using linguistic credibility analysis. *Decision Support Systems* (50), 585-594.
- Hwang, B., & Kim, H. (2017). It pays to write well. *Journal of Financial Economics* (124), 373-394.
- Iatridis, G. E. (2016). Financial reporting language in financial statements: Does pessimism restrict the potential for managerial opportunism? *International Review of Financial Analysis* (45), 1-7.
- IFRS Foundation. (2020). *Consultation Paper on Sustainability Reporting*. Obtido de <https://cdn.ifrs.org/-/media/project/sustainability-reporting/consultation-paper-on-sustainability-reporting.pdf?la=en>
- 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), 297-305.
- Knee, C., & Zuckerman, M. (1996). Causality orientations, failure and achievement. *Journal of Personality* (62), 321-346.
- Krippendorff, K. (1980). *Content Analysis: An Introduction to its Methodology*. Newbury Park: Sage.
- Kumbirai, M., & Webb, R. (2010). A financial Ratio Analysis of Commercial Bank Performance in South Africa. *African Review of Economics and Finance* (2).

- LaFond, W., & Watts, R. (2008). The information role of conservatism. *The Accounting Review* (82), 447-478.
- Lambert, & Richard. (2001). Contracting theory and accounting. *Journal of Accounting and Economics* (32), pp. 3-87.
- Leary, M., & Kowalski, R. (1990). Impression management: a literature review. *Psychology Bulletin* (107), 34-47.
- Lee, Y. (2012). The effect of quarterly report readability on information efficiency of stock prices. *Contemp. Account. Res.* (29), 1137-1170.
- Leocádio, M. F. (2017). *FEP - Economia e Gestão. Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Controlo de Gestão*. Obtido de <https://repositorio-aberto.up.pt/handle/10216/6809/browse?type=author&order=ASC&rpp=70&value=Manuel+Fernando+Cunha+Leoc%C3%A1dio>
- Leung, S., Parker, L., & Curtis, J. (2015). Impression management through minimal narrative disclosure in annual reports. *The British Accounting Review* (47), pp. 275-289.
- Levin, I. (1999). *Relating Statistics and Experimental Design*. Thousand Oaks: SAGE Publications.
- Lewellen, W. G., Park, T., & Ro, B. T. (1996). Self-serving behavior in managers' discretionary information disclosure decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 227-251.
- Lewis, N. R., Parker, L. D., Pound, G. D., & Sutcliffe, P. (1986). Accounting Report Readability: The Use of Readability Techniques. *Accounting and Business Research* (16), 199-213.
- Li, F. (2008). Annual report readability, current earnings, and earnings persistence. *Journal of Accounting and Economics* (45), 221-247.
- Loughran, T., & McDonald, B. (2011). When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-Ks. *The Journal of Finance* (66), 35-65.
- McKnight, P. E., & Najab, J. (2010). Mann-Whitney U Test. Em I. B. Weiner, & W. E. Craighead, *The Corsini Encyclopedia of Psychology*. John Wiley & Sons, Inc.
- McKnight, P., & Weir, C. (2009). Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies: A panel data analysis. *The Quarterly Review of Economics and Finance* (49), 139-158.
- Merkel-Davies, Brennan, N., & McLeay, S. (2011). Impression Management and Retrospective Sense-making in Corporate Narratives: A Social Psychology Perspective. *Accounting Auditing & Accountability Journal*.
- Merkel-Davies, D. M. (2007). *The obfuscation hypothesis re-examined : analyzing impression management in corporate narrative report documents*. Obtido de https://pdfs.semanticscholar.org/83e9/aed8789d9e3d4fda9afd369b56b18630d796.pdf?_ga=2.117861833.1102309781.1596754376-1111338984.1596754376
- Merkel-Davies, D. M., & Brennan, N. M. (2007). Discretionary Disclosure Strategies in Corporate Narratives: Incremental. *Journal of Accounting Literature*.

- Monteiro, S., Ribeiro, V., & Lemos, K. (2018). *A evolução do relato financeiro ao relato de sustentabilidade/integrado: uma perspetiva do setor público e privado*. Obtido de https://www.occ.pt/dtrab/trabalhos/iicicp/finais_site/78.pdf
- Neu, D. (1991). Trust, impression management and the public accounting profession. *Critical Perspectives on Accounting* (2), pp. 295-313.
- Oliveira, J. d., Azevedo, G. M., Pinheiro, S. F., & Borges, M. F. (2019). Impression Management Strategies in the Chairmen's Statements: Evidence From the Portuguese Banking Industry. *International Financial Reporting Standards and New Directions in Earnings Management*, pp. 199-215.
- Oliveira, J., & Borges, G. A. (2016). Impression management and self-presentation dissimulation in Portuguese chairman's statements. *Corporate Communications: An International Journal* (21), 388-408.
- Osma, B. G., & Guillamón-Saorín, E. (2011). Corporate governance and impression management in annual results press releases. *Accounting, Organizations and Society* (36), pp. 187-208.
- Osma, B. G., & Jones, M. J. (2012). Opportunistic disclosure in press release headlines. *Accounting and Business Research* (2).
- Parker, L. D. (1982). Corporate Annual Reporting: A Mass Communication Perspective. *Accounting and Business Research* (12), 279-286.
- Patelli, L., & Pedrin, 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), 19-34.
- Pennington, R., & Tuttle, B. (2008). Managing impressions using distorted graphs of income and earnings per share: The role of memory. *International Journal of Accounting Information Systems*, 25-45.
- Persons, D. O. (1995). Using Financial Statement Data to Identify Factors Associated with Fraudulent Financial Reporting. *Journal of Applied Business Research* (11).
- Pinheiro, S. F. (2014). *A utilização de estratégias de impression management na carta do presidente: evidência na banca portuguesa*. Obtido de Universidade de Aveiro: <https://ria.ua.pt/bitstream/10773/14323/1/Tese.pdf>
- Pinto, S. R., & Dias, M. (2017). *A utilização dos gráficos financeiros com estratégias de Impression Management*. Obtido de Universidade de Aveiro: <https://ria.ua.pt/bitstream/10773/22978/1/Disserta%C3%A7%C3%A3o.pdf>
- Powell, T. (1996). How much does industry matter? An alternative empirical test. *Strategic Management Journal* (17), 323-334.
- Purda, L., & Skillicorn, D. (2014). Accounting Variables, Deception, and a Bag of Words: Assessing the Tools of Fraud Detection. *Contemporary Accounting Research* (32), 1193-1223.
- Rodrigues, M., Morais, A., & Cunha, J. (2016). Integrated Reporting: O novo paradigma em Corporate Reporting. *Revista da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas* (72), pp. 35-41.

- Rodrigues, S. F. (2014). A remuneração dos gestores no Corporate Governance - Estudo comparativo da realidade portuguesa com o projeto suíço de limitação legal das remunerações dos CEO. *Tese de Mestrado em Finanças Empresariais*.
- Rutherford, B. A. (2005). Genre Analysis of Corporate Annual Report Narratives. *Journal of Business Communication* (42), 349-378.
- Salancik, G., & Meindl, J. (1984). Corporate attributions as strategic illusions of management control. *Administrative Science Quarterly* (29), pp. 238-254.
- Samad, A. (2004). Bahrain Commercial Bank's Performance during 1994-2001. *Credit and Financial Management Review* (10), 33-40.
- Schrand, C. M., & Walther, B. R. (2000). Strategic Benchmarks in Earnings Announcements: The Selective Disclosure of Prior-Period Earnings Components. *The Accounting Review* (75), 151-177.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy* (94), 461-488.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance* (52), 737-783.
- 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.
- Silva, M. d. (2015). A divulgação do risco nas demonstrações financeiras: Uma análise ao anexo das sociedades não financeiras portuguesas. Lisboa, Portugal.
- Silva, P., & Alves, P. (2001). As novas tecnologias como veículo de transmissão de informação financeira. *Revista Contabilidade & Finanças* (12), 24-32.
- Smith, J., & Smith, N. (1971). Readability: a measure of the performance of the communication function of financial reporting. *The Accounting Review* (46), 552-561.
- Smith, M., & Taffler, R. J. (2000). The Chairman's Statement: A Content Analysis of Discretionary. *Accounting Auditing & Accountability Journal*.
- Souza, J. A., Rissatti, J. C., Rover, S., & Borba, J. A. (2019). The linguistic complexities of narrative accounting disclosure on financial statements: An analysis based on readability characteristics. *Research in International Business and Finance* (48), 59-74.
- Staw, B., Mckechnie, P., & Puffer, S. (1983). The justification of organizational performance. *Administrative Science Quarterly* (28), pp. 582-600.
- Subramanian, R., Insley, R. G., & Blackwell, R. D. (1993). Performance and Readability: A Comparison of Annual Reports of Profitable and Unprofitable Corporations. *The Journal of Business Communication* (30), 49-61.
- Sydserrf, R., & Weetman, P. (2002). Developments in content analysis: a transitivity index and DICTION scores. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 523-545.

- Teixeira, C. J. (2011). *Relatórios de Sustentabilidade: Que futuro?* Obtido de <https://repositorio.ipl.pt/bitstream/10400.21/2521/1/Relatorios%20de%20Sustentabilidade.pdf>
- Tsang, E. (2002). Self-serving attributions in corporate annual reports: A replicated study. *Journal of Management Studies* (39), pp. 51-65.
- Wagner, J., & Gooding, R. (1997). Equivocal information and attribution: An investigation of patterns of managerial sense making. *Strategic Management Journal* (18), pp. 275-286.
- Webb, R., Beck, M., & McKinnon, R. (2003). Problems and Limitations of Institutional Investor Participation in Corporate Governance. *Institutional Investor Participation* (11).
- Weber, R. (1990). *Basic Content Analysis (Quantitative Applications in the Social Sciences)*. Newbury Park: Sage.
- Xie, B., Davidson, W. N., & DaDalt, P. J. (2003). Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee. *Journal of Corporate Finance*, 295-316.
- Yekini, L., Wisniewski, T., & Millo, Y. (2016). Market reaction to the positiveness of annual report narratives. *The British Accounting Review* (48), 415-430.