



INSTITUTO
UNIVERSITÁRIO
DE LISBOA

Relato empresarial sobre risco e os seus efeitos na valorização de mercado das empresas: evidência Europeia

Gonçalo de Jesus Oliveira Gomes

Mestrado em Contabilidade

Orientador:

Professor Doutor Jonas Oliveira, Professor Auxiliar Departamento de Contabilidade,
ISCTE Business School

novembro, 2020



Departamento de Contabilidade

Relato empresarial sobre risco e os seus efeitos na valorização de mercado das empresas: evidência Europeia

Gonçalo de Jesus Oliveira Gomes

Mestrado em Contabilidade

Orientador:

Professor Doutor Jonas Oliveira, Professor Auxiliar Departamento Contabilidade, ISCTE Business School

novembro, 2020

Agradecimentos

Quero agradecer, primeiramente, à minha família, principalmente, aos meus pais e à minha irmã pelo apoio e motivação que sempre me deram de modo a conseguir levar a bom porto a derradeira etapa do meu percurso académico.

Em seguida, agradecer, também ao encorajamento dos meus amigos que nunca deixaram que desistisse apesar de alguns momentos de dúvida e desalento.

Por fim, e não menos importante, um especial obrigado ao meu orientador o Professor Doutor Jonas Oliveira por todo o apoio e confiança que depositou em mim ao aceitar-me como seu orientando mesmo sabendo da atribulação que caracterizou o meu caminho nesta etapa final, com mudança de tema e alguma falta de esperança quanto à conclusão bem-sucedida desta fase. É, também, graças ao seu contributo, aos seus ensinamentos e conselhos que consigo concluir este trabalho, e, por conseguinte, o meu percurso académico.

Resumo

Com o aumento das exigências dos investidores, solicitando informação transparente, e verdadeira das entidades, os preparadores da informação tornaram-se mais sensíveis na apresentação, na quantidade e na qualidade da informação disponibilizada nos seus relatórios. O objetivo deste estudo passa por testar a existência, ou não, de relação entre o “tom” apresentado nas narrativas das divulgações sobre o risco e o preço das ações de uma entidade.

Com uma amostra final composta por 261 empresas, foi testada a hipótese anteriormente descrita através da análise do modelo de regressão OLS. Os resultados obtidos mostram a confirmação do teste para as variáveis tonais “certeza” e “comunalidade”, a primeira influenciando negativamente e a última, positivamente o preço das ações.

Palavras-chave: Risco; Relato empresarial; *Impression management*; incentivos económicos; valorização de mercado; Europa

JEL Classification: D820; M410

Abstract

Due to the increasing of shareholder's demands, asking for transparent and real company's information. The preparers became more sensitive with the way of presenting, the quantity and the quality of information available in corporate reports.

The main purpose of this study is to assess the relation between the tone level of speech presented in narratives and company's share price. Having a sample of 261 companies, we tested the above-mentioned hypothesis analyzing an OLS regression model. We came to the conclusion that the hypothesis is confirmed for the tone levels "certainty" and "communality", where the first has a negative relation and the last a positive relation with share price.

Keywords: Risk; Corporate reporting; Impression management; Economic incentives; Market valuation; Europe

JEL Classification: D820; M410

Glossário

COSO - *Committee of Sponsoring Organizations*

IIA - *Institute of Internal Auditors*

IFRS - *International Financial Reporting Standards*

SEC - *Securities and Exchange Commission*

ISO - *International Organization for Standardization*

IM - *Impression Management*

IR - *Integrated Reporting*

EU - União Europeia

SESF - Sistema Europeu de Supervisão Financeira

ESMA – *European Securities and Markets Authority*

CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CRD - *Capital Requirements Directive*

FASB - *Financial Accounting Standards Board*

SFAS – *Statement of Financial Accounting Standards*

IAS - *International Accounting Standards*

IASB – *International Accounting Standards Board*

FRR – *Financial Reporting Release*

CEO – *Chief Executive Officer*

IC - Informação Incremental

RRD – Divulgações sobre o risco

GICS – *Global Industry Classification Standard*

GDP – *Growth Domestic Product*

Índice Geral

Agradecimentos	i
Resumo.....	iii
Abstract	v
Glossário.....	vii
Índice de tabelas	x
Índice de figuras	xi
1. INTRODUÇÃO	1
2. ASPECTOS DA REGULAÇÃO SOBRE RISCO E GESTÃO DE RISCO	3
3. RELATO SOBRE RISCO: REVISÃO DA LITERATURA	5
3.1. Quadros Conceptuais de Gestão de Risco.....	5
3.2. Literatura sobre o Relato de Informação sobre Risco.....	15
4. IMPRESSION MANAGEMENT: REVISÃO DE LITERATURA	20
4.1. <i>Impression Management</i> : Perspetiva Teórica	20
4.2. O Tom do Discurso	28
5. DESENVOLVIMENTO DA HIPÓTESE DE INVESTIGAÇÃO.....	30
6. METODOLOGIA.....	31
6.1 Amostra	31
6.2. Variável Independente: o Tom do Discurso	33
6.3. Modelo econométrico.....	36
7. RESULTADOS	39
7.1. Análise Descritiva	39
7.2 Análise do Modelo de Regressão	40
8. CONCLUSÃO	45
Bibliografia	47

Índice de tabelas

Tabela 1: Descrição da recolhida	33
Tabela 2: Cálculo das 5 variáveis “mestre”	36
Tabela 3: Descrição das variáveis do modelo econométrico	38
Tabela 4: Estatísticas descritivas	40
Tabela 5: Matriz de correlações de Pearson	43
Tabela 6: Modelo de regressão linear múltipla	44

Índice de figuras

Figura 1: Processo da gestão do risco (ISO 31000 – “Risk Management – Guidelines” – Adaptado).....	6
--	---

1. INTRODUÇÃO

A necessidade de obter transparência no relato, quer de informação financeira quer de informação não financeira, nomeadamente, nas divulgações feitas pelas empresas sobre o risco, bem como da sua regulamentação, evidenciou-se com a ocorrência de escândalos de natureza contabilística e com a crise financeira de 2008.

Num mundo e numa economia cada vez mais globalizados importa proporcionar informação que seja comparável e transparente aos seus utilizadores, e, nesse sentido, os *stakeholders* pedem que as assimetrias de informação sejam reduzidas e que a informação divulgada nos relatórios das empresas seja verdadeira e que apoie na tomada de decisão.

Sendo o risco uma das temáticas que pode assumir um carácter decisivo nas opções tomadas pelos investidores, torna-se importante perceber se o modo como os mesmos são narrados nos relatórios anuais das empresas influencia as decisões dos investidores, ou, até mesmo, o valor de cotação das ações empresa.

A presente dissertação de mestrado tenta averiguar esta relação e analisa como é que o tom das narrativas sobre risco inserido nas secções de risco e gestão de risco dos relatórios anuais de 2017 das empresas não financeiras incluídas no índice bolsista “Standards & Poors 350 Europe”, influenciam o processo de tomada de decisão dos investidores.

A presente tese encontra-se estruturada da seguinte forma: na secção 2 analisa-se os aspetos da regulação sobre risco e gestão de risco; na secção 3 documenta-se a revisão de literatura sobre risco e gestão de risco; na secção 4 apresenta-se a revisão de literatura sobre *impression management*; na secção 5 desenvolve-se a hipótese de investigação; na secção 6 identifica-se a metodologia seguida; na secção 7 discute-se os resultados do estudo empírico; e finalizamos com as conclusões e limitações.

2. ASPECTOS DA REGULAÇÃO SOBRE RISCO E GESTÃO DE RISCO

Em termos de regulação no setor financeiro, fruto da crise financeira mundial de 2008, a União Europeia (EU) criou um Comité Europeu do Risco Sistémico (ESRB) por meio do Regulamento nº 1092 de 2010, sendo este parte do novo Sistema Europeu de Supervisão Financeira (SESF), que também inclui: a Autoridade Bancária Europeia, a Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma, a Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados, o Comité Conjunto das Autoridades Europeias de Supervisão, e as autoridades de supervisão dos países da UE. A Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA), anteriormente mencionada, criada ao abrigo do Regulamento nº 1095 de 2010 tem como missão “proteger o interesse público contribuindo para a estabilidade e eficácia do sistema financeiro (...) designadamente através da preparação de normas regulatórias e contribuir para práticas comuns de supervisão (...)”. Importa destacar o papel da CMVM (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários) como entidade participante nos trabalhos da ESMA.

Numa perspetiva mais específica, foi criada a diretiva nº 95/2014 da EU intitulada por “divulgação de informações não financeiras e de informações sobre a diversidade por parte de certas grandes empresas e grupos”. Esta diretiva surge pela necessidade de melhorar a informação divulgada pelas empresas sobre matérias ambientais e sociais. De acordo com o Parlamento Europeu, este “reconheceu a importância de as empresas divulgarem informações sobre a sustentabilidade, nomeadamente no que respeita aos fatores sociais e ambientais, a fim de identificar os riscos para essa mesma sustentabilidade e de aumentar a confiança dos investidores e dos consumidores”.

No que toca ao risco financeiro, destaca-se a implementação da *Capital Requirements Directive* (CRD) IV, aprovada pelo Parlamento Europeu em abril de 2013 e implementada em 2014. Tendo por base o Acordo de Basileia III, criado como consequência da crise financeira global de 2008, e que consistia na criação de medidas de regulação bancária e gestão de risco pós-crise com a finalidade de fortalecer e melhorar a capacidade do sector bancário para absorver choques, bem como assegurar a estabilidade financeira (Rubio & Carrasco-Gallego, 2016).

O CRD IV veio consubstanciar o Acordo de Basileia III, sendo este conjunto de normas, enunciadas por este acordo, transpostas para a letra da lei e adequadas para a realidade da legislação europeia, não estando apenas restrita aos bancos internacionais ativos, mas extensível a todos os bancos (mais de 8.300) bem como às entidades de investimento.

Numa ótica mais normativa, no caso específico dos mercados de capitais, o FASB (*Financial Accounting Standards Board*), introduziu, em 1998, a SFAS 133 – “*Accounting for Derivative*

Instruments and Hedging Activities”, com o objetivo de melhorar o relato financeiro relativo aos instrumentos financeiros, nomeadamente, os derivados, tendo este “percurso normativo” iniciado em 1986, com a emissão da SFAS 105 – *“Disclosure of Off-Balance-Sheet Risk and Financial Instruments with Concentration of Credit Risk”*. As normas foram progredindo sendo a mais recente a SFAS 166, emitida em 2009 (*Accounting for transfers of financial assets*)

De modo semelhante, o IASB (*International Accounting Standards Board*), introduziu diversas normas referentes aos instrumentos financeiros, sendo estes destacados uma vez que são mais suscetíveis relativamente aos riscos que lhe estão associados e pela enorme procura nomeadamente e cronologicamente, IAS 30 (*Disclosures in the Financial Statements of Banks and Similar Financial Institutions*), em 1990; IAS 32 (*Financial Instruments: Presentation*), em 1995; IAS 39 (*Financial Instruments: Recognition and Measurement*), em 1998; IFRS 7 (*Financial Instruments: Disclosure*), em 2006; e a IFRS 9, em 2009.

Tal como descreve Tahat et al. (2019), numa fase inicial, tanto o FASB como o IASB concentravam-se nas divulgações. No entanto, com a aplicação da IFRS 9 – Instrumentos Financeiros, em janeiro de 2018, a ênfase passou a estar no reconhecimento e na mensuração, tendo a sua importância vindo a aumentar nas suas publicações.

3. RELATO SOBRE RISCO: REVISÃO DA LITERATURA

3.1. Quadros Conceptuais de Gestão de Risco

Importa, agora, perceber todo o processo que envolve a gestão de risco, bem como as suas principais características e conceitos que lhe estão a associados. Segundo o COSO (*Committee of Sponsoring Organizations*), a gestão de risco é definida como “um processo desenvolvido pela administração, gestão e outras pessoas, aplicado na definição estratégica ao longo da organização, desenhado para identificar potenciais eventos que podem afetar a entidade, e gerir os riscos para níveis aceitáveis, fornecendo uma garantia razoável de que os objetivos da organização serão alcançados” (Camões, Instituto da Cooperação e da Língua, I.P., 2014)

A gestão do risco está intimamente associada com a auditoria interna. De acordo com o IIA (*Institute of Internal Auditors*) “o principal papel da auditoria interna no processo de gestão do risco é fornecer segurança objetiva acerca da eficácia das atividades de gestão do risco das organizações, contribuir para assegurar que os principais riscos da atividade estão a ser geridos de forma apropriada e que os sistemas de controlo interno estão a funcionar eficazmente” (Camões, Instituto da Cooperação e da Língua, I.P., 2014).

De acordo com a ISO 31000 (2018), cujo objeto consiste na elaboração de indicações e princípios genéricos relativos à gestão de risco, gerir os riscos é um processo repetitivo e que suporta as organizações na implementação da sua estratégia, prossecução dos seus objetivos e na tomada de decisões informadas.

O princípio primordial da gestão do risco é a “criação e proteção do valor” da empresa, permitindo o aumento da performance, encorajando a inovação e proporcionando o alcance dos objetivos propostos.

A processo da gestão de risco é composto por três “componentes”, sendo elas: os princípios, a estrutura e o processo (ver figura 1).

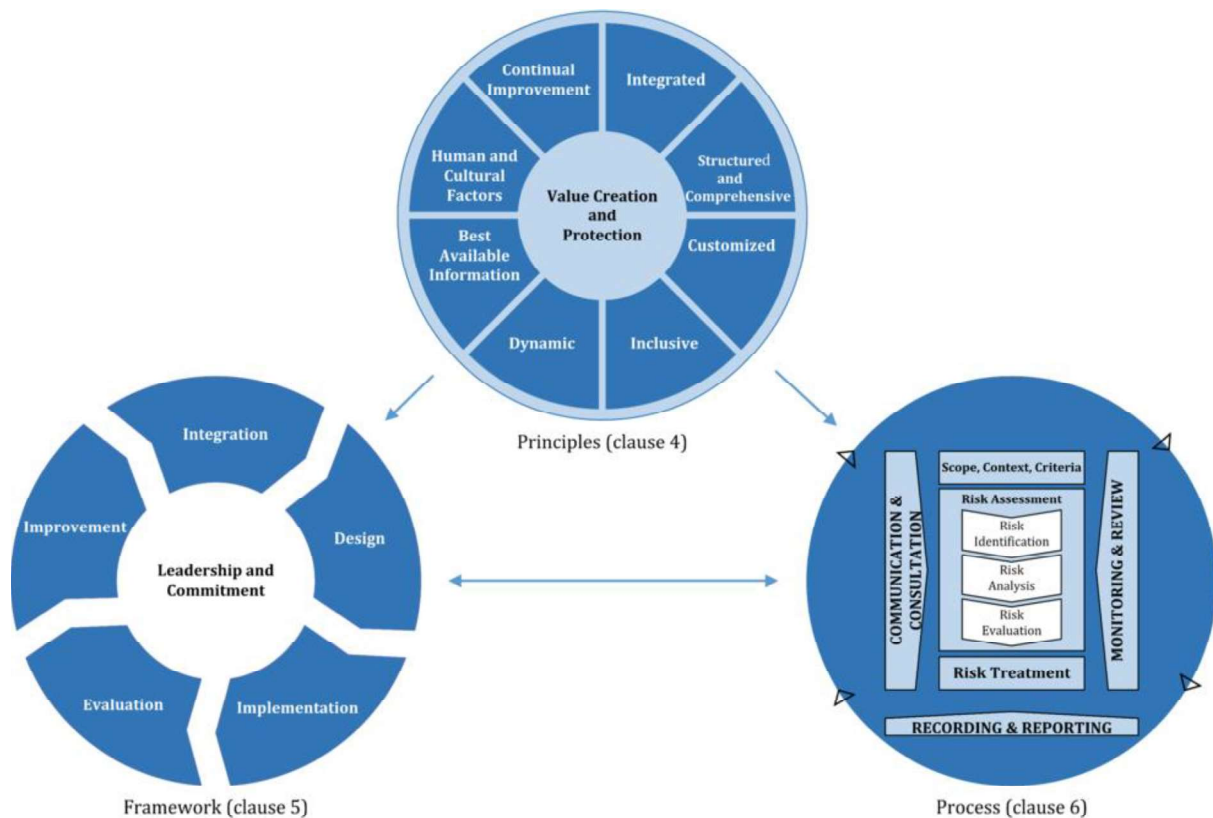


Figura 1: Processo da gestão do risco (ISO 31000 – “Risk Management – Guidelines” – Adaptado)

Sendo que estas componentes já se encontram incorporadas nas organizações, é necessária uma adaptação ou melhoria com o objetivo de que estas disponham de uma gestão de riscos eficaz, eficiente e consistente.

No que toca aos princípios da gestão do risco, estes são a base para a gestão de risco e são decisivos para a definição da estrutura e do processo da gestão de risco. Os princípios, que de seguida serão descritos, deverão permitir à organização a gestão dos efeitos e incertezas nos seus objetivos.

Os princípios estão divididos entre (ISO 31000 – *Risk Management Guidelines*, 2018):

- Integrada – a gestão do risco é parte integrante de todas as atividades da organização.
- Estruturada e abrangente – uma abordagem da gestão de risco estruturada e abrangente permite resultados consistentes e comparáveis.

- Personalizada – a estrutura e o processo da gestão de risco são personalizados e proporcionais aos contextos interno externos associados aos objetivos.
- Inclusiva – Envolvimento atempado e apropriado dos *stakeholders* permite que o seu conhecimento, visões e percepções possam ser considerados. Resulta também numa gestão de risco mais consciente e informada.
- Dinâmica - a imprevisibilidade dos contextos internos e externos das organizações influencia os riscos, podendo estes, também, sofrer alterações. Pelo que, a gestão do risco permite que haja uma atuação de forma antecipada, consciente e informada de modo a responder a essas mudanças.
- Informação disponibilizada de qualidade – a gestão de risco tem, explicitamente, em consideração as limitações e incertezas relativamente à informação e expectativas futuras. A informação deve ser clara, oportuna e acessível para todos os *stakeholders*.
- Fatores humanos e culturais - os fatores culturais e humanos têm impacto, em todas as etapas que compõem a gestão de risco.
- Melhoria contínua - a gestão do risco é continuamente melhorada e desenvolvida quer pela experiência quer pela aprendizagem.

A componente “estrutura” tem como função integrar a gestão de risco nas várias atividades e funções mais significativas. A eficácia da gestão de risco irá depender do nível de integração da própria gestão do risco no governo das sociedades e na tomada de decisão.

As componentes da estrutura da gestão de risco deverão ser adaptadas de acordo com as necessidades da organização, sendo elas: Integração, Desenho, Implementação, Avaliação e Melhoria. Estas 5 componentes são sustentadas por uma Liderança e Compromisso fortalecidos.

Começando pela base para o sucesso e eficácia de uma estrutura de gestão de risco, a gestão de topo e os órgãos de fiscalização devem assegurar a integração da gestão do risco em todas as funções relativas à organização mostrando liderança e compromisso (ISO 31000 – *Risk Management Guidelines*, 2018):

- Através da adaptação e integração de todas as componentes da estrutura da gestão de risco;
- Elaborar um comunicado ou definir uma política que explicita o plano de ação, a abordagem e as linhas orientadoras da estratégia de gestão de risco;
- Garantir a necessária alocação de recursos para assegurar a gestão de riscos;
- Delegar e responsabilizar às hierarquias apropriadas, dentro da organização;

Com o objetivo de:

- a) garantir um alinhamento da gestão de risco com a estratégia, cultura e objetivos organizacionais;
- b) promover uma sistemática monitorização dos riscos;
- c) assegurar que a estrutura de gestão de risco se mantém adequada às necessidades e ao contexto organizacional; e
- d) comunicar o valor da gestão do risco à organização e aos *stakeholders* em geral. É importante realçar os diferentes cargos assumidos na gestão do risco quer pela gestão de topo quer pelos órgãos de fiscalização. Ao primeiro cabe a responsabilidade de gerir os riscos, enquanto que ao segundo é-lhe incumbido um papel de fiscalização da gestão de risco propriamente dita (ISO 31000 – *Risk Management Guidelines*, 2018).

Quanto à “integração” da gestão de risco na organização, pressupõe que haja um entendimento e conhecimento quer da estrutura, quer do contexto organizacional. As estruturas diferem dependendo dos objetivos, missão e complexidade da organização. Os riscos são geridos em toda a estrutura da organização e todas as pessoas que integram a organização têm a responsabilidade de geri-los (ISO 31000 – *Risk Management Guidelines*, 2018).

O governo das sociedades dita o percurso da organização, as suas relações externas e internas, as regras, os processos e as práticas necessárias para alcançar os objetivos propostos. Responsabilizar pela gestão dos riscos bem como a sua fiscalização dentro da organização são partes integrantes do governo das sociedades (ISO 31000 – *Risk Management Guidelines*, 2018).

No que respeita ao “desenho”, aquando da conceção da estrutura para a gestão de riscos, é crucial a organização compreender o contexto quer interno, quer externo em que atua. Ao nível externo, considera-se o enquadramento nos meios político, legal, económico, financeiro, regulador, tecnológico, social e cultural, bem como questões do meio envolvente, quer a nível internacional, nacional, regional ou local; os “*key drivers*” e as tendências que podem ter impacto nos objetivos da organização; a perceção, necessidades, expectativas, valores e relação dos *stakeholders* externos; relações contratuais e compromissos; complexidade das *networks* e dependências (ISO 31000 – *Risk Management Guidelines*, 2018).

A nível interno, temos o conhecimento da missão, valores e visão da organização; do seu governo das sociedades, políticas, estrutura e regras; objetivos, estratégia e funções; cultura organizacional; modelo organizacional em que se enquadra, os sistemas de informação instituídos; perceção das capacidades a nível de recursos e conhecimento; relação, perceção e valores dos *stakeholders* internos; relações contratuais e compromissos; e relações de interdependência e interligações (ISO 31000 – *Risk Management Guidelines*, 2018).

A fase seguinte, passa pelo compromisso de articulação da gestão do risco, em que a gestão de topo e os órgãos de fiscalização, nas áreas a que estão afetos, definem e preparam políticas ou comunicados em que consideram os seguintes aspetos: os objetivos da gestão de risco e a sua ligação com os objetivos e com a estratégia da organização; reforço da importância de integração da gestão do risco na cultura da organização; conduzir a integração da gestão de risco para as atividades principais e na tomada de decisão; autoridade, responsabilidade e responsabilização; disponibilização dos recursos necessários; forma de lidar com os objetivos conflitantes com a gestão de risco; mensuração e reporte incluído nos indicadores de performance da organização; revisão e melhorias. O compromisso de gestão do risco deve ser comunicado dentro da organização e aos seus *stakeholders*, de modo apropriado (ISO 31000 – *Risk Management Guidelines*, 2018).

No que toca à alocação de recursos, deve ser garantida, também pela gestão de topo e órgãos de fiscalização, a correta e apropriada alocação dos recursos para a gestão de risco, onde se incluem: pessoas, técnicas, experiência e competência; processos organizacionais e métodos e ferramentas que servirão de suporte à gestão de risco; manual de procedimentos, sistemas de gestão de informação; e o desenvolvimento e formação profissionais necessários. No entanto, a organização deve ter presente as capacidades e limitações dos recursos existentes (ISO 31000 – *Risk Management Guidelines*, 2018).

Por fim, a última “fase” que compõe a componente do desenho da estrutura diz respeito à comunicação e consulta. Nesta fase, a organização deve procurar estabelecer uma abordagem quer para comunicar, sendo que está envolvida a partilha de informação relativa à gestão de risco com um público-alvo específico, quer para consulta, que consiste em dar *feedback* com o objetivo de que permitirá que haja uma melhoria quer nas decisões, quer no funcionamento das atividades.

Finalizada a conceção da estratégia de gestão de risco, segue-se a etapa de implementação. Neste momento, a organização deve (ISO 31000 – *Risk Management Guidelines*, 2018):

- a) procurar desenvolver um plano apropriado tendo em conta o tempo e os recursos;
- b) identificar como, quando, onde e por quem as decisões são tomadas dentro da organização;
- c) modificar o processo de tomada de decisão nas áreas que forem necessárias; e
- d) assegurar que o plano adotado pela organização para gerir os riscos é claro e posto em prática.

Como mencionado anteriormente, a gestão de risco é um processo caracterizado pela repetição, e, para completar esse ciclo temos as duas fases cruciais pertencentes à estrutura, que são a avaliação e a evolução. Estas vão permitir corrigir, através da avaliação e monitorização, eventuais problemas e que a organização entre num novo ciclo com uma estrutura mais eficaz e capaz de continuar a apoiar na tomada de decisão (ISO 31000 – *Risk Management Guidelines*, 2018).

Na avaliação, a organização tem como objetivo avaliar a eficácia da estrutura de gestão de risco adotada, através da medição periódica do desempenho no que diz respeito aos objetivos definidos, implementação, indicadores e comportamentos esperados e determinar a importância e a pertinência da gestão de riscos como suporte para o alcance dos objetivos propostos (ISO 31000 – *Risk Management Guidelines*, 2018).

No que respeita à fase de melhoria/evolução, esta é resultado da contínua monitorização e avaliação da estrutura de gestão de risco e tem como foco principal a capacidade da organização dar resposta às incertezas dos contextos em que se insere, bem como a criação de valor dentro da entidade (ISO 31000 – *Risk Management Guidelines*, 2018).

É, por isso, importante que a organização prossiga, de modo contínuo a desenvolver quer a adaptação, a adequação e a eficácia da estrutura de gestão dos riscos, quer a sua integração, e ser, cada vez mais, capaz de fazer face, através da definição clara de planos de ação e da responsabilização, às incertezas e oportunidades que possam surgir.

A última “etapa” da gestão de riscos é o processo. Este deve ser parte integrante da gestão e da tomada de decisões e incorporado na estrutura, nas operações e nos processos organizacionais, podendo ser aplicado ao nível da estratégia, das operações, em planos de ação ou em projetos (ISO 31000 – *Risk Management Guidelines*, 2018).

Podem existir várias utilidades do processo de gestão de risco dentro da organização, formatado para atingir os objetivos e que se adequa aos contextos internos e externos em que a mesma está inserida, tendo sempre em atenção a imprevisibilidade do comportamento humano, bem como da cultura da organização (ISO 31000 – *Risk Management Guidelines*, 2018).

No que respeita à vertente da “comunicação e consulta”, esta tem o objetivo de ajudar os principais *stakeholders* a compreender os riscos, qual a base que fundamenta determinada tomada de decisão e as razões para as quais certas ações são necessárias serem tomadas (ISO 31000 – *Risk Management Guidelines*, 2018).

Por um lado, a comunicação procura consciencializar e explicar a existência dos riscos. Por outro lado, a consulta consiste em procurar obter *feedback* e informação que auxilie a tomada de decisão. Os principais objetivos da comunicação e consulta consistem em (ISO 31000 – *Risk Management Guidelines*, 2018):

- Adquirir conhecimentos provenientes de diversas áreas que irão ser fundamentais em cada fase do processo de gestão de risco;
- Assegurar que as diferentes perspetivas estão a ser consideradas aquando da definição do critério e da avaliação dos riscos;
- Proporcionar informação suficiente de modo a facilitar a fiscalização e a tomada de decisão;
- Criar um sentido de inclusão e de pertença em relação àqueles que são afetados pelos riscos.

Segue-se a vertente da definição do “âmbito, contexto e critério”, que consiste em personalizar o processo de gestão de risco de modo a tornar mais eficazes a análise aos riscos e o seu tratamento.

Começando pela definição do “âmbito”, uma vez que o processo de gestão do risco pode ser aplicável em vários níveis dentro da organização, é importante haver uma clara definição do âmbito em cada um deles, os objetivos relevantes a serem considerados bem como o seu alinhamento com os mesmos (ISO 31000 – *Risk Management Guidelines*, 2018).

A variável “contexto”, em que os contextos interno e externo caracterizam o ambiente no qual a organização pretende definir e alcançar os objetivos a que se propôs. Deste modo, o contexto do processo de gestão de risco deve ser estabelecido com base na compreensão das envolventes interna e externa em que a organização atua e deve espelhar o ambiente específico da atividade na qual o processo irá ser aplicado (ISO 31000 – *Risk Management Guidelines*, 2018).

Na fase do “critério de risco”, a organização deve especificar a quantidade e os tipos de risco que serão considerados tendo em conta os objetivos, bem como definir o critério para avaliar a significância do risco e auxiliar na tomada de decisão. O critério escolhido deve estar alinhado com a estrutura de gestão de risco implementada e adaptado aos objetivos específicos bem como ao âmbito da atividade que está a ser considerada.

Para definir-se o critério de risco, têm que ser considerados os seguintes aspetos (ISO 31000 – *Risk Management Guidelines*, 2018):

- A natureza e o tipo de incertezas que podem afetar os objetivos
- Como serão medidas e avaliadas as consequências e a sua probabilidade
- Fatores relacionados com o tempo
- Consistência no uso das medidas
- Como será determinado o nível de risco
- Como serão encaradas as combinações de múltiplos riscos
- Capacidade da organização

Na fase da apreciação do risco, esta resume todas as etapas desde a identificação, análise até à avaliação dos riscos, e deve ocorrer de modo sistemático, iterativo e colaborativo. Deve ser sempre utilizada a melhor informação possível disponível, sustentada por mais investigação, sempre que necessário (ISO 31000 – *Risk Management Guidelines*, 2018).

Na identificação, o seu propósito é encontrar, identificar e descrever os riscos e contribuir assim para o alcance dos objetivos estabelecidos pela organização. Tal como referido acima, é

importante reunir e considerar toda a informação relevante, apropriada e atual na identificação dos riscos. Muitas são as técnicas para identificar as incertezas, alguns dos fatores e a sua relação entre eles, apresentados a seguir, que devem ser considerados são (ISO 31000 – *Risk Management Guidelines*, 2018):

- Fontes de risco existentes (tangíveis e intangíveis)
- Causas e acontecimentos
- Ameaças e oportunidades
- Indicadores dos riscos emergentes
- Consequências e os seus impactos nos objetivos
- Etc.

Quanto à análise de risco, o seu objetivo passa por compreender a natureza e as características dos riscos identificados, e qual o seu nível, quando apropriado.

Esta poderá ser influenciada por divergência de opiniões, perceções do risco e julgamentos (ISO 31000 – *Risk Management Guidelines*, 2018).

A análise de risco proporciona ferramentas (*inputs*) para a avaliação do risco (fase seguinte), para as decisões acerca das áreas e de que modo se deve atuar para mitigar esses riscos, utilizando a estratégia de tratamento dos riscos e os métodos mais apropriados. Os resultados obtidos proporcionam informação para a tomada de decisão, onde serão feitas escolhas, e as opções envolvem diferentes tipos e níveis de risco (ISO 31000 – *Risk Management Guidelines*, 2018).

Quanto à sua avaliação, esta suporta a tomada de decisão. Consiste em comparar os resultados da análise de riscos, tendo em conta o critério de risco estabelecido, e determinar em que áreas será necessário fazer ajustes, quer ao nível dos controlos existentes, reconsiderar os objetivos definidos, opções de tratamento dos riscos, ou, em caso contrário, não proceder a qualquer alteração. Os resultados da avaliação de risco devem ser reportados, comunicados e aprovados pelos níveis apropriados dentro da organização (ISO 31000 – *Risk Management Guidelines*, 2018).

Na fase do tratamento dos riscos, o objetivo passa pela seleção e implementação de opções para responder aos riscos identificados. O tratamento dos riscos é um processo iterativo que envolve as seguintes tarefas (ISO 31000 – *Risk Management Guidelines*, 2018):

- Formular e selecionar opções de tratamento dos riscos
- Planejar e implementar o tratamento dos riscos
- Avaliar a eficácia do tratamento
- Decidir se é aceitável o nível de risco. Se não, agir em conformidade

A seleção das opções de tratamento dos riscos mais adequada envolve balancear os potenciais benefícios relativos ao alcance dos objetivos, os seus custos, os esforços e as desvantagens da implementação. Estas não são necessariamente apropriadas em todas as circunstâncias. É necessário ter em conta os seguintes fatores (ISO 31000 – *Risk Management Guidelines*, 2018):

- Evitar o risco tomando a decisão de não continuar ou começar a atividade que originou esses mesmos riscos;
- Aceitar e aumentar esse risco procurando uma por oportunidades;
- Remover a fonte de risco;
- Alterar as probabilidades;
- Alterar as consequências;
- Partilhar o risco (através de contratos, seguros, etc.);
- Reter o risco baseado numa decisão informada.

O tratamento dos riscos, ainda que conceptualizados e implementados com prudência, pode não atingir os resultados esperados e produzir consequências indesejáveis. Pelo que, a monitorização e a revisão têm que ser parte integrante da implementação do tratamento dos riscos de modo a assegurar que as diferentes formas de tratamento de riscos se tornam e mantêm-se eficazes. O risco que resta deve ser sujeito a monitorização, revisão e a tratamento suplementar, onde seja necessário (ISO 31000 – *Risk Management Guidelines*, 2018).

O objetivo da elaboração de um plano de tratamento dos riscos passa pela especificação de como a opção de tratamento escolhida vai ser implementada, de forma a este ser percebido pelos envolvidos na sua gestão e que o seu progresso possa ser monitorizado. O plano de tratamento de riscos deve identificar de forma clara a ordem em que o tratamento de risco deverá ser implementado (ISO 31000 – *Risk Management Guidelines*, 2018).

Este deve ser devidamente integrado no planeamento da gestão e nos processos da organização, consultando os *stakeholders* apropriados. A informação que consta no plano de tratamento de gestão de riscos deverá incluir (ISO 31000 – *Risk Management Guidelines*, 2018):

- A razão para a seleção das opções de tratamento, incluindo os benefícios esperados;
- Quem é responsabilizado e os responsáveis pela aprovação e implementação do plano;
- Ações propostas;
- Os recursos necessários, incluindo as contingências;
- Medidas de performance;
- Os constrangimentos;
- O reporte e a monitorização;
- Calendarização ou proposta de conclusão das ações propostas.

O objetivo da monitorização e revisão está relacionado com a melhoria da eficácia do processo desenhando, implementação e resultados. Uma contínua monitorização e revisão dos processos de gestão de risco e dos seus resultados devem integrar o processo de gestão de risco e as responsabilidades claramente definidas. Estas devem estar presentes em todas as fases do processo de gestão dos riscos.

Por fim, neste processo iterativo em que funciona o processo de gestão do risco, temos a função de registo e reporte. O processo de gestão de risco e os seus resultados devem ser devidamente documentados e reportados pelos mecanismos apropriados. O reporte é parte integrante do governo das sociedades e tem o propósito de melhorar a qualidade do discurso para com os seus *stakeholders* e de apoiar a gestão de topo e os órgãos de fiscalização na assunção das suas responsabilidades.

Existem alguns fatores que devem ser considerados no momento de elaboração do relato (ISO 31000 – *Risk Management Guidelines*, 2018):

- A heterogeneidade dos *stakeholders* bem como as suas necessidades distintas de informação pretendida;
- Custo, frequência e prontidão do relato;
- Método escolhido para o relato;
- Relevância da informação para os objetivos organizacionais e para a tomada de decisão.

3.2. Literatura sobre o Relato de Informação sobre Risco

Como sintetizou (Tan et al., 2017) é possível distinguirmos duas correntes da literatura sobre divulgações de risco, estando estas divididas entre o(s) motivo(s) pelo(s) qual(ais) as empresas

incluem divulgações sobre o risco nos seus relatórios anuais, e, até que ponto a informação divulgada pelas entidades pode ser considerada informativa.

A primeira tipologia de investigação é a mais recorrente na Europa, onde se destacam, a título de exemplo, os estudos de Beretta & Bozzolan (2004), referente a Itália; Miihkinen (2012) associado à Finlândia; e Elshandidy et al. (2013), Linsley & Shrives (2006) referente ao Reino Unido.

Estes estudos enfatizam fatores que influenciam as decisões dos gestores quer sobre a quantidade (Abraham & Cox, 2007; Elshandidy et al., 2013; Linsley & Shrives, 2006; Marshall & Weetman, 2002) ou sobre a qualidade dos riscos (Beretta & Bozzolan, 2004; Miihkinen, 2012). Todos os estudos mencionados anteriormente têm a particularidade de terem realizado as suas análises de conteúdo de forma manual, à exceção do segundo estudo realizado por Elshandidy et al (2013), cuja análise para medir os níveis de divulgações de risco foi efetuada de modo automático.

No que respeita à segunda corrente de estudo, esta é a que está mais presente nos estudos realizados acerca das divulgações de risco nos Estados Unidos. Os primeiros estudos foram motivados pela *Financial Reporting Release* (FRR) nº 48, publicada em 1997 pelo *Securities and Exchange Commission* (SEC), que é referente ao risco de mercado, como foram os casos de Campbell et al. (2014) e Hodder & McAnally (2001).

Esta corrente acima mencionada, tal como referido pelos estudos de Campbell et al. (2014) e Miihkinen (2013), assume-se como essencial na medida em que mostra o impacto das divulgações obrigatórias sobre o risco, como estas podem assumir-se como úteis e informativas para os investidores na redução da assimetria de informação, podendo ser incorporada pelos investidores nos preços de cotação, influenciando assim a liquidez do mercado de capitais.

O estudo de Elshandidy & Neri (2015) mostrou-se importante no sentido em que foi introduzida uma nova variável - o *corporate governance* – de modo a perceber o impacto das suas características nas divulgações de risco das empresas (obrigatórias e voluntárias), nomeadamente: dimensão da administração, número de diretores não-executivos, número de diretores independentes não-executivos, dualidade entre os cargos de diretor executivo (CEO) e o de presidente do Conselho de Administração, rendimento dos dividendos, concentração de poder e qualidade de auditoria (externa). Outra característica relevante deste estudo está relacionada com o facto de terem sido considerados dois países que contrastam pela sua cultura e pelas diferentes estruturas de governação. Os autores supramencionados deste estudo

concluem que existe uma associação positiva entre as características de *corporate governance* e as divulgações sobre o risco (voluntário e obrigatório).

No estudo de Taylor et al. (2010) realizado para uma amostra de empresas australianas é evidenciada a importância do *corporate governance* para que exista uma maior divulgação de informações sobre o risco financeiro, obrigatórias e voluntárias. Outras conclusões retiradas deste estudo indicam que os fatores que influenciam positivamente a divulgação de informações sobre o risco financeiro são a necessidade de aumentar o capital, a empresa estar cotada, a forte autonomia financeira e a dimensão da entidade.

Numa abordagem diferente, temos o estudo de Abraham & Shrivies (2014) cuja amostra é composta por 4 empresas do sector de produção e processamento alimentar. Este compreende uma vertente longitudinal de modo a aferir a evolução da qualidade das divulgações sobre o risco num período de tempo mais alargado, dada a sua componente dinâmica. Ao invés do estudo basear-se nas práticas de divulgações sobre o risco, este assenta na análise às divulgações pela vertente normativa. No que toca ao enquadramento teórico, os autores destacam a teoria institucional e a teoria dos custos de propriedade, considerando que ambas se assumem como determinantes para aferir a qualidade das divulgações sobre o risco em detrimento de uma “simples teoria económica” como a teoria da agência.

A importância destas duas teorias, anteriormente mencionadas, vem ao encontro da ideia de Cormier et al. (2005) que afirma que “as organizações funcionam dentro de uma sociedade que incorpora contextos políticos, sociais e institucionais”. Esta visão veio expor as fragilidades e limitações das organizações nas divulgações sobre os riscos que os gestores entendem fazer sob pena de prejudicarem a sua reputação e/ou a sua imagem junto dos *stakeholders*.

No estudo levado a cabo por Deumes (2008), acerca da análise das narrativas das divulgações de risco em prospetos duma amostra de empresas holandesas cotadas na *Amsterdam Stock Exchange*, verificou-se que as divulgações efetuadas nos prospetos são capazes de influenciar os resultados futuros e expor a volatilidade dos preços de cotação. Em suma, parafraseando o autor, “no que concerne a prever os riscos futuros, a informação extraída dos textos tem mais sucesso do que a informação dada pelo mercado quanto aos riscos futuros”.

No estudo realizado por Ntim et al. (2013), ficaram patentes as críticas e limitações face aos enquadramentos teóricos que explicam as motivações para a divulgações de riscos pelos gestores. Os autores acreditam que as 5 teorias explicativas das motivações dos gestores – teoria da agência, da dependência de recursos, da legitimidade, institucional e dos *stakeholders* – para o nível de divulgações sobre os riscos das organizações, tornam-se mais eficazes quando

consideradas como complementares umas das outras, considerando como a estratégia adequada para, no caso do estudo, explicar as motivações para as divulgações sobre o risco nas empresas sul-africanas. Os autores concluíram que, no que respeita aos determinantes do nível das divulgações sobre os riscos, existe uma associação negativa com as variáveis “*block ownership*” (% significativa de participação no capital da empresa) e “*institutional ownership*” (participação detida por instituições financeiras, fundos de pensões ou “*endowments*”). Por outro lado, verificou-se uma associação positiva com as características da administração (diversidade, dimensão e independência dos diretores não-executivos).

Alguns autores concluíram que existem características relativas à auditoria externa que influenciam positivamente a qualidade das divulgações sobre os riscos. Yang et al. (2016), concluíram que existe uma relação positiva entre os *fees* de auditoria e as divulgações de determinados tipos de risco, tais como: financeiro, estratégico e operacional específicos da empresa auditada. Barakat e Hussainey (2013) constataram a influência positiva na qualidade dos riscos operacionais, numa amostra de bancos europeus, através da existência de um comité de auditoria ativo. Elshandidy et. al (2013) retiraram conclusões semelhantes quanto à qualidade das divulgações de risco agregadas, realçando a importância da eficácia da envolvente em que se insere a auditoria. Em sentido inverso, Buckby et al. (2015), concluíram existir uma relação negativa entre a dimensão da empresa de auditoria (“Big4”) e as divulgações sobre a gestão dos riscos.

Fukukawa & Kim (2017) realizaram um estudo inovador acerca do efeito dos *partners* de auditoria nas divulgações sobre os riscos de negócios dos clientes, numa amostra de empresas japonesas cotadas. Contrariamente aos estudos supramencionados, o foco centrava-se nas características ligadas à qualidade da auditoria ao nível da firma de auditoria e não no nível de envolvimento dos *partners*, sendo que, segundo alguns autores (Francis, 2006; Church et al., 2008; DeFond & Zhang, 2014), mostrou-se ser importante desenvolver estudos ao nível do envolvimento dos *partners* porque as análises de modo agregado conduzem a respostas inconclusivas ou pouco fiáveis. Os autores concluíram que o envolvimento pessoal (medido pelo número de anos em funções dos *partners*) e de conhecimento dos *partners* (medido pelo nº de clientes auditados no período analisado (3 anos)) estão relacionados com as práticas de divulgações sobre os riscos de negócio dos clientes. Existe uma relação negativa entre o envolvimento pessoal dos *partners* e a extensão e detalhe das divulgações sobre os riscos de negócio dos clientes. Por outro lado, existe uma relação positiva entre o nível de conhecimento dos *partners* e a extensão e detalhe das divulgações sobre os riscos de negócio.

É importante, também, clarificar a influência da dimensão da empresa de auditoria (ser ou não *Big4*), pelo que se a empresa for auditada por uma *Big4* o efeito do envolvimento dos *partners* nas divulgações sobre o risco dos negócios é mitigado.

Abordando, agora, três estudos relativos a empresas portuguesas, Oliveira et al. (2011b) realizaram uma análise às práticas referentes a empresas portuguesas não-financeiras. Tendo concluído que a implementação das IAS/IFRS e da *European Union's Modernisation Directive* em 2005 não afetaram quer a qualidade, quer a quantidade das divulgações relativas ao risco de forma positiva. Concluíram igualmente que as divulgações efetuadas são genéricas, de carácter qualitativo e muito focadas em factos passados. O reconhecimento público ("*public visibility*"), avaliado pela dimensão da empresa e pela sensibilidade da indústria em que se insere ("*environmental sensitivity*") é crucial para explicar as motivações das divulgações de risco. As empresas aparentam gerir a sua reputação através das divulgações sobre os riscos. Os diretores independentes são relevantes para o incremento da qualidade dos relatos sobre os riscos.

Oliveira et al. (2011a) mostraram as fragilidades das divulgações sobre o risco das instituições financeiras portuguesas, sendo os bancos comerciais com maior número de agências aqueles que apresentam melhores divulgações acerca dos riscos dada a sua visibilidade proeminente, não só pela sua dimensão, como referido anteriormente, mas também pelo facto de estar inserido num mercado regulado e presente nas bolsas estrangeiras. Ficando patenteada a importância da dimensão e da visibilidade das instituições como fator capaz de influenciar as práticas de divulgações sobre os riscos. Os autores concluem, também, que a deficiência das divulgações, pelo facto das informações financeiras relatadas não serem devidamente sustentadas nas suas análises, leva a que falte clareza, fiabilidade e comparabilidade nas divulgações descritas

Oliveira et al. (2013) realizaram um novo estudo relativamente aos fatores que influenciam as divulgações sobre o risco nas instituições de crédito portuguesas. O enquadramento teórico utilizado baseou-se nas teorias de legitimidade e teoria baseada nos recursos. A realização do estudo e as suas conclusões reforçam a importância da visibilidade pública que é característica dos bancos comerciais contrariamente à fraca visibilidade evidenciada pelos bancos de investimento, instituições financeiras de crédito e *holdings* financeiras como fator explicativo para as divulgações sobre os riscos.

4. IMPRESSION MANAGEMENT: REVISÃO DE LITERATURA

4.1. *Impression Management*: Perspetiva Teórica

Hooghiemstra (2000) define o conceito de *impression management* (IM) como um campo de estudo dentro da psicologia social que estuda o modo como os indivíduos se apresentam perante os outros por forma a serem reconhecidos de modo favorável.

Esta é uma das temáticas que a literatura existente, no que respeita às divulgações discricionárias, coloca em confronto com a informação incremental (IC)

Segundo Merkl-Davies & Brennan (2007) o IM baseia-se numa fraca eficiência do mercado, pressupondo que os investidores são incapazes de distinguir as informações fiáveis das distorcidas no curto prazo. Com base nesta assunção, os gestores envolvem-se no IM, isto é, a manipulação das informações contidas nos relatórios das empresas, de modo a influenciar os preços de cotação da empresa, o que pode conduzir a alocações indevidas do capital, aumentando as suas remunerações via alteração do preço das ações.

Por outro lado, a IC assenta num contexto eficiência de mercado mais forte, pelo que os gestores não têm incentivos económicos para adotarem estratégias de IM. Esta visão que não é partilhada por Baginski et al., (2000), defendendo que existem incentivos económicos para os gestores recorrerem ao IM uma vez que permite melhorar a sua reputação e a sua remuneração.

Focando-nos na ótica do preparador, a premissa inicial é de que existem incongruências entre a informação contida nas divulgações presentes nos relatórios da empresa e a informação financeira. O que nos permite afirmar que se os preparadores dos relatórios (gestores) não adotaram estratégias de IM, os textos das divulgações discricionárias deverão ser consistentes com a informação das demonstrações financeiras; por outro lado, se existir inconsistência, é provável que os preparadores tenham utilizado técnicas de narrativas de modo a influenciar as perceções e decisões dos utilizadores (IM).

Brennan & Merkl-Davies (2013) falam na “apetência” dos preparadores dos relatos corporativos em manipular as informações divulgadas, uma vez que existem determinadas narrativas contabilísticas que não são sujeitas a auditoria externa, não sendo analisadas de modo a avaliar a consistência das mesmas com as informações das demonstrações financeiras.

No que respeita às teorias que sustentam a investigação na ótica do preparador dos relatórios identificamos 5 teorias: agência, sinalização, legitimidade, *stakeholders* e institucional.

Teoria da agência

A teoria da agência presume que os gestores divulgam informações discricionárias nos seus relatórios de modo a minimizar as assimetrias de informação entre os utilizadores internos e externos à empresa, diminuindo assim o custo do capital que por sua vez conduz à melhoria da performance do preço das ações da empresa e, também, a uma maior compensação dos gestores (Baginski et al., 2000).

No que respeita à escola de IM, as estratégias de divulgações discricionárias utilizadas pelos gestores caracterizam-se por serem oportunistas e as informações que os gestores divulgam têm como objetivo principal satisfazê-lo a si próprio.

Num cenário de resultados negativos e de conflitos organizacionais surgem os conflitos de interesse entre os gestores e os acionistas, conduzindo a uma manipulação das informações contidas nos relatórios da empresa por parte dos gestores (i.e., adoção do IM).

Este comportamento de gestão oportunista deu origem à hipótese de ofuscação (*obfuscation*) (Courtis, 1998) que assume que os gestores não são imparciais no modo como apresentam as divulgações nos relatórios da empresa. Estes tentam enfatizar os sucessos ofuscando os fracassos (Adelberg, 1979).

Teoria da sinalização

A teoria da sinalização é usada no contexto da hipótese de ofuscação (Smith & Taffler, 1992a; Rutherford, 2003). Contrariamente à teoria da agência cujo foco está nas empresas com uma performance mais fraca, a teoria da sinalização centra-se no comportamento dos gestores das empresas bem-sucedidas. Estas evidenciam a sua superioridade através da transparência na apresentação e divulgação da informação.

Teoria da legitimidade

Com a teoria da legitimidade, as divulgações (particularmente, as de carácter social e ambiental) são vistas como uma forma de alterar a perceção acerca da legitimidade da empresa. No exemplo referido por Hooghiemstra (2000) as divulgações das empresas de carácter social podem ser vistas como uma resposta à pressão pública e à atenção dos meios de comunicação social. A noção da teoria da legitimidade pode ser definida como o envolvimento da empresa num contrato social com a sociedade. Como consequência disso, a sobrevivência da organização

estará condicionada pelo facto da mesma ter que se submeter às imposições da sociedade (normas). O IM tem vindo a ser considerado como teoria explicativa na análise das reações das empresas que enfrentam ameaças relacionadas com a legitimidade.

Teoria dos stakeholders

Semelhante à teoria anteriormente citada, temos a teoria do *stakeholder* que conduz a elaboração da narrativa das divulgações corporativas tendo em conta as demandas, preferências e preocupações dos vários *stakeholders* (empregados, clientes, governos, etc.). Ao adotarem o IM, as empresas são capazes de manipular as perceções de um determinado grupo de *stakeholders*.

Teoria institucional

A teoria institucional assume que as empresas “seguirão as expectativas institucionais através da adoção das suas normas” (Merkl-Davies & Brennan, 2007). Ao adotar as normas institucionais, as empresas reduzem eventuais inspeções internas e externas. Os gestores assumem o compromisso de responder às pressões institucionais nos relatórios corporativos.

No estudo de Bansal & Clelland (2004), é aplicada a teoria institucional à divulgação de perigos ambientais e de compromisso ambiental, tendo concluído que ao adotarem estratégias de IM as empresas ganham legitimidade, o que, por conseguinte, diminui o risco não-sistemático das ações.

Focando-nos agora na ótica do preparador da informação, existem dois tipos de comportamentos que os gestores adotam: dissimulação (*concealment*) ou atribuição. No caso da “dissimulação”, esta pode ser obtida de duas maneiras: ofuscar os resultados negativos (más notícias), ou, enfatizar os resultados organizacionais positivos (boas notícias). A “atribuição” consiste na estratégia de ocultação dos fracassos da organização desresponsabilizando-a por esses mesmos fracassos, atribuindo-os a fatores externos à mesma. Esta estratégia de IM é caracterizada como uma predisposição egoísta (*self-serving bias*), uma vez que pretende manipular as perceções dos utilizadores das informações divulgadas atribuindo os sucessos da organização a fatores internos (“*entitlements*”) e indicando fatores alheios à organização para explicar os seus insucessos (“*excuses*”).

Existem 7 diferentes estratégias ligadas ao IM utilizadas pelos gestores (preparadores) nas narrativas utilizadas nas divulgações corporativas. No caso do comportamento adotado se identificar com “dissimulação”, existem 6 estratégias relacionadas utilizadas neste tipo de comportamento adotado pelos gestores, sendo as 2 primeiras ligado à ocultação de resultados

negativos (más notícias), através da manipulação verbal; e as restantes 4 estratégias ligadas à ênfase dada aos resultados positivos (boas notícias), obtidas através da manipulação quer verbal, quer numérica:

- a) Manipulação da leitura – escrita mais complexa dificultando a sua leitura;
- b) Manipulação retórica – através do uso de linguagem persuasiva;
- c) Manipulação temática – ênfase de temas e palavras positivas ou da performance financeira da empresa;
- d) Manipulação visual e estrutural - está relacionada com a forma como a informação é disposta nos relatórios, quer a nível da ordenação da informação verbal/numérica quer através da ênfase visual;
- e) Comparações de performance – passa por escolher o melhor indicador que espelhe a situação financeira atual da empresa da melhor forma possível (maior resultado)
- f) Escolha de indicadores de desempenho – isto é, seleção do “melhor” resultado de modo a espelhar uma posição financeira “saudável”

Por fim, a sétima estratégia está ligada à atribuição dos resultados organizacionais.

Das estratégias mencionadas, destaca-se a manipulação temática. Esta estratégia assume que os gestores ocultam as más notícias ao não divulgá-las ou não divulgando-as na mesma proporção das boas notícias nos relatórios corporativos. Este fenómeno é denominado por “Princípio de Pollyanna” (Pollyanna era conhecida por ser uma eterna otimista). Os gestores têm o objetivo de apresentarem-se a si mesmos e a performance financeira da empresa da melhor maneira possível, manifestando essa vontade através do uso de palavras/temas positivos.

De entre as 7 estratégias enunciadas, indicam-se abaixo alguns estudos realizados para cada uma delas:

- 1) **Manipulação da leitura:** Li (2008); Courtis (2004); Ertugrul et al. (2017)
- 2) **Manipulação retórica:** Yuthas et al. (2002); Haji & Hossain (2016)
- 3) **Manipulação temática:** Melloni (2015); Melloni et al. (2016); Melloni et al. (2017); Haji & Hossain (2016)
- 4) **Manipulação visual e estrutural:** Cho et al. (2012); Haji & Hossain (2016)
- 5) **Comparações de performance:** Haji & Hossain (2016); García Osma & Guillamón-Saorín (2011)
- 6) **Escolha de indicadores de desempenho:** García Osma & Guillamón-Saorín (2011)
- 7) **Atribuição dos resultados organizacionais:** Haji & Hossain (2016)

Brennan & Merkl-Davies (2013) fazem referência a 4 diferentes perspectivas sobre o IM: económica, psicológica, sociológica e crítica. As sete estratégias de comunicação ligadas às divulgações discricionárias identificam-se com as perspectivas económica e psicológica. Por outro lado, as perspectivas sociológica e crítica adotam uma abordagem interpretativa da análise textual. Ligadas a cada uma das 4 perspectivas, temos 4 conceitos associados ao IM distintos, tendo em conta a perspectiva adotada: *reporting bias*, *self-serving bias*, *symbolic management/decoupling* e *ideological bias*.

Sintetizando os autores Brennan & Merkl-Davies (2013), as perspectivas económica e da psicologia social estão primeiramente ligadas com a imagem de investimento que é transmitida e ao foco nas tentativas dos gestores de manipular a perceção do desempenho financeiro dos investidores e dos *stakeholders*. Se estas forem bem-sucedidas, poderão resultar em alocações indevidas de capital no curto-prazo (Merkl-Davies & Brennan, 2007).

Contrariamente, as perspectivas social e crítica têm em consideração um contexto sociopolítico mais amplo em que o relato corporativo tem lugar. O foco, neste caso, não está condicionado apenas às escolhas do tipo de comunicação a adotar por parte dos gestores de modo a manipular a perceção da audiência, mas sim a estratégias mais abrangentes, em que se incluem o *symbolic management* ou *decoupling* e o uso estratégico da retórica, gramática e semântica de modo a aparentar que estão a ser cumpridas as regras e normas sociais por forma a ganhar ou manter o poder (Brennan & Merkl-Davies, 2013).

Perspetiva económica

No caso da perspectiva económica, os gestores introduzem o conceito de *reporting bias* de modo a beneficiarem duma maior compensação, particularmente via ações da empresa (Rutherford, 2003; Curtis, 2004a).

Godfrey et al. (2003) definem *reporting bias* como a seleção da informação a ser divulgada e a sua apresentação de modo a influenciar a perceção do público acerca dos resultados da empresa. Este conceito envolve a manipulação da apresentação e nas divulgações quer a nível da informação verbal (por exemplo, manipulação da legibilidade, retórica, temática, visual e estrutural e atribuição de desempenho), quer a nível da informação numérica (visual e estrutural, comparações de performance, escolha de resultados).

Perspetiva psicológica

No que concerne à perspetiva psicológica, esta vem substituir a visão económica dos gestores ligada ao cálculo dos custos-benefícios na tomada de decisões, pela visão psicológica em que as relações sociais são fulcrais na tomada de decisão. O comportamento dos gestores é visto como estando ligado e dependente da sua relação com a audiência organizacional.

Nesta perspetiva, os gestores adotam o conceito de “*self-serving bias*” antecipando uma avaliação de performance realizada pelos acionistas e pelos *stakeholders* com o objetivo de ganharem reconhecimento ao invés de serem sancionados pelas suas ações (Frink & Ferris, 1998).

Perspetiva sociológica

Esta diz respeito à imagem ligada à responsabilidade social e ambiental da empresa e à sua legitimidade. O seu foco no que concerne ao IM está na sua capacidade de influenciar as perceções da audiência acerca da performance social e ambiental da empresa bem como a sua concordância e o cumprimento (*compliance*) das normas e regras da sociedade. Se o público-alvo ficar convencido acerca do IM, resultará num apoio sem garantias por parte dos *stakeholders* e do público no geral.

Tal como identificaram os autores Brennan & Merkl-Davies (2013), de acordo com a literatura que assenta na perspetiva sociológica, foram identificadas escolhas de comunicação de IM utilizadas pelos gestores de modo a re(estabelecer) a legitimidade. Estas podem ser classificadas de acordo com o princípio do conceito de legitimidade, que pode ser ou estratégico ou institucional.

Na perspetiva estratégica, o IM é conceptualizado como *symbolic management* (Ashforth & Gibbs, 1990). Este conceito implica a adoção de escolhas de comunicação de forma a gerir as perceções que os *stakeholders* possuem da organização. Na perspetiva institucional, o IM é conceptualizado como um processo de *decoupling* (DiMaggio & Powell, 1983). *Decoupling* consiste em transformar os processos e estruturas organizacionais, por forma a que aparentem estar alinhadas com as normas e regras sociais e institucionais.

Perspetiva crítica

Por fim, no caso da perspectiva crítica, relaciona-se com o poder e foca-se na tentativa de influenciar as percepções da audiência organizacional acerca da influência e controlo da empresa. Se o IM for alcançado com sucesso, traduzir-se-á em hegemonia. No contexto empresarial, hegemonia respeita ao processo de influenciar as mentes da audiência organizacional de tal modo que estes irão apoiar a empresa de livre vontade e em todas as suas decisões. Os estudos que adotam esta perspectiva colocam o seu foco maioritariamente no uso de IM durante a ocorrência problemas controversos e ameaças à legitimidade, como uma privatização (Craig & Amernic, 2004a, 2008).

O IM é conceptualizado por *ideologic bias*, sendo o seu foco colocado na retórica (por exemplo: hipérbole e repetição), semântica (por exemplo: metáfora, diferenciação) e na gramática (por exemplo: utilização do sujeito passivo), sendo estas ferramentas utilizadas pelos gestores de modo a impor a sua visão da organização e do seu desempenho bem como das questões políticas, sociais ou ambientais que afetem a organização (por exemplo, Crowther et al., 2006; Craig & Amernic, 2004a, 2004b).

Num estudo realizado por Lang & Lundholm (2000) é investigada a “tendência positiva” (*positive bias*) num contexto diferente de oferta pública no mercado de capitais. Eles categorizam as narrativas presentes nas divulgações antes dessa mesma oferta pública em três categorias: 1) divulgações relacionadas com o desempenho; 2) propaganda da gestão (*management spin*) (relacionado com IM); e 3) itens de considerações futuras. Adicionalmente, os autores consideram 15 tipos de frases classificando-as em diferentes tons: otimista, pessimista e neutro. Os autores concluíram que as frequências absolutas e relativas das frases otimistas aumentam de forma significativa antes da oferta pública. De modo inverso, as citações pessimistas decrescem antes da oferta pública. Após a oferta pública no mercado de capitais, a mistura de “tons” torna-se mais neutra. O que nos sugere que a gestão adota IM antes de uma oferta pública de modo a aumentar o preço de cotação das ações da sua empresa.

Passando agora para a ótica do utilizador da informação, e, numa perspectiva económica, os estudos relativos às reações dos preços das ações da escola de informação incremental explicam as reações dos investidores às estratégias de divulgações discricionárias por parte da gestão mencionando implicitamente a teoria da utilidade esperada. O que significa que qualquer reação à estratégia utilizada, assume-se que seja consequência da informação percebida e, também, do valor da mesma. A suscetibilidade dos investidores para o IM ou para as características cognitivas/emocionais dos utilizadores não é tida em conta, uma vez que se assume existir eficiência nos mercados e que os preços de cotação são definidos por investidores

sofisticados, capazes de aferir o “verdadeiro” *cash flow* de acordo com a informação contabilística existente (Hand, 1990).

No que toca à escola de IM, os estudos relativos às reações aos preços de cotação presumem que os investidores mostram-se recetivos ao IM e que essa recetividade poderá ter impacto económico. Por conseguinte, podemos assumir que existe a convicção de que os mercados são ineficientes e que nem todos os investidores são sofisticados e, desse modo, não estão imunes a não permitir influenciar-se pelo IM.

No que toca à perspectiva do comportamento financeiro, os estudos assentes nesta teoria apontam as razões para a ineficiência de mercado e pretendem explicar o motivo pelo qual os investidores são influenciados pelo IM (Merkl-Davies & Brennan, 2007). Esta teoria baseia-se no princípio de que os indivíduos não agem de forma racional em ambiente incerto, mas sim de um modo “racional limitado” (*bounded rationality*).

As reações dos utilizadores ao IM podem ser explicadas segundo três teorias:

- Inclinações (*biases*) relativamente à tomada de decisão e crenças – estas estão ligadas às limitações cognitivas dos utilizadores;
- Tendência social – ligada ao viés de atribuição (*attribution bias*) que diz respeito ao modo como é atribuída a responsabilidade por um determinado evento ou ação.
- Efeito de *framing* (enquadramento) – refere-se ao modo como a informação está organizada e escrita.

Leary & Kowalski (1990) propuseram um modelo de duas componentes para explicar o IM: motivação (*impression motivation*) e construção (*impression construction*). A primeira componente referida tem em consideração as circunstâncias que determinam a adoção de determinada estratégia de IM; no caso da segunda, consiste não só na escolha do tipo de impressão que se quer transmitir mas também sobre a forma como a mesma vai ser criada. Segundo os referidos autores, o IM torna-se mais comum em sociedades cujas oportunidades económicas e políticas são limitadas. A componente da motivação é influenciada por 3 fatores: o valor dos objetivos almejados, o objetivo da relevância das impressões a criar, e a existência de discrepância entre a imagem atual e a impressão desejada.

4.2. O Tom do Discurso

Importa, primeiramente, indicar uma existência muito reduzida de estudos relativamente ao “tom” do discurso utilizado pelos gestores e o preço de cotação das ações das empresas. O presente estudo contribuir para a temática do *impression management*, neste caso, analisando a relação entre o “tom” e o preço de cotação das empresas.

De acordo com Henry (2008), o tom é definido como o afeto ou sentimento numa comunicação, pelo que o tom das narrativas não é exclusivo das palavras escolhidas (positivas ou negativas), mas também tem em consideração o conteúdo escolhido. O tom é importante para a compreensão do modo como a mensagem é captada pelos leitores e a forma como respondem a essa mensagem (Huang et al. 2014). Noutra abordagem, os autores Gatzert & Heidinger (2019) definem o tom como um elemento lexical que envolve palavras com o objetivo de criar expressões sociais, atribuindo uma determinada conotação à narrativa, muitas vezes apelidada de sentimento textual (Oliveira, 2020). A medição deste “sentimento” baseia-se na qualificação das palavras como positivas, negativas ou neutras (Boudt & Thewissen, 2019).

Os resultados obtidos das investigações realizadas são mistos, sendo que alguns autores associam o tom à escola da informação incremental (por exemplo, Davis et al. 2012; Beretta et al., 2019). Por outro lado, existem defensores de uma estratégia alinhada com o IM (por exemplo, Cho et al., 2010; Melloni et al., 2016).

No estudo levado a cabo por Davis et al. (2012), os autores concluíram que, através da análise de uma amostra de comunicados de imprensa sobre os resultados por trimestre, os níveis de linguagem otimista são um indicador do desempenho trimestral futuro da empresa, o que nos leva a concluir que os gestores utilizam um tom otimista no discurso de modo a proporcionar informações confiáveis acerca do desempenho futuro esperado da empresa, o que vai ao encontro da abordagem da informação incremental.

Por sua vez, Beretta et al. (2019) analisaram a existência de relação entre os desempenhos financeiro e não financeiro das empresas e o tom das divulgações referentes ao capital intelectual nos IR, tendo concluído que a relação é positiva, isto é, o facto do tom utilizado nas divulgações sobre o capital intelectual ser otimista acompanha um bom desempenho financeiro e não financeiro, indo ao encontro da perspectiva da informação incremental.

Por outro lado, no estudo conduzido por Cho et al. (2010) referente às divulgações de cariz ambiental, verificou-se que o tom apresentado nas narrativas é mais otimista quando a empresa apresenta um desempenho ambiental negativo, o que mostra que os gestores tentam mascarar

as atribuições internas do seu desempenho através da utilização de uma linguagem complicada e pouco clara, o que vai ao encontro da abordagem seguida pelo IM.

Melloni et al. (2016), realizaram uma análise de conteúdo manual para medir o tom das divulgações do modelo de negócio dos IR analisados, tendo constatado que as mesmas são positivas na maioria dos IR e que o tom positivo estaria associado a certas características das empresas. Após a análise os autores concluíram que as características que têm influência no tom das divulgações nos IR são: a dimensão do Conselho de Administração, o desempenho financeiro e as divulgações prospetivas, o que nos permite concluir que a divulgação do modelo de negócio nos IR é uma ferramenta de IM utilizada pelos gestores.

Para compreender este conceito (tom), importa referir a teoria da ação comunicativa de Habermas (1984, 1987). O autor anteriormente mencionado refere a existência de duas componentes de ação social: estratégica e comunicativa.

A ação estratégica é utilizada para influenciar as decisões do adversário racional, enquanto que a ação comunicativa procura a compreensão mútua, sendo esta obtida através dum discurso ético (Marcos, 2019).

“A ação estratégica é utilizada quando os comunicadores procuram influenciar as perceções dos outros grupos como meio para realizar os seus objetivos estratégicos” (Marcos, 2019).

Podemos, pois, associar semelhanças com a escola de IM, considerando as divulgações discricionárias como uma ação estratégica realizada para influenciar as interpretações dos resultados do desempenho, enquanto a ação comunicativa é vista para favorecer a compreensão mútua dos adversários (Yuthas et al., 2002).

Yuthas et al. (2002) investigaram se os relatórios anuais estão de acordo com a teoria de Habermas. Tendo concluído que as empresas com boas e más notícias (surpresa de lucros) apresentam um nível maior de ação comunicativa (visão oposta à do IM) comparativamente com empresas que não têm informações de ganhos inesperados para divulgar.

Noutro estudo, seguindo a metodologia identificada por Yuthas et al. (2002), Patelli & Pedrini (2014), tinham por objetivo avaliar a associação entre o desempenho da empresa e as características retóricas das cartas dos CEO's numa amostra de empresas cujo período do estudo coincide com o início da crise económica global, tendo concluído que o tom otimista é coerente com o desempenho passado e futuro da empresa. Concluíram, também, que uma envolvente económica desfavorável (crise) não se verificou propícia para a manipulação das informações

divulgadas por parte dos gestores. Ao invés dessa estratégia as empresas optaram pelas ações comunicativas.

Num estudo realizado por Schleicher & Walker (2010), foram utilizadas narrativas que constam em prospectos de modo a avaliar o tom presente: se positivo, negativo ou neutro. Tendo sido concluído pelos autores que as empresas com declínios eminentes influenciam o tom das narrativas (positivo, neste caso).

Elshandidy & Shrives (2016), num estudo relativo à Alemanha, examinaram a influência de fatores da envolvente no relato sobre os riscos agregados, incluindo o tom das divulgações. Os autores concluíram que o tom utilizado poderá ter mais impacto no mercado do que o nível de divulgações sobre o risco agregado. O que vem reforçar a capacidade do IM, neste caso através do “tom, de influenciar as cotações de mercado.

5. DESENVOLVIMENTO DA HIPÓTESE DE INVESTIGAÇÃO

Tendo em conta todo o contexto vivido desde a crise financeira global em 2008 com graves consequências económicas e financeiras em diversos sectores de atividade, onde se incluem os investidores, sendo estes um agente importante para impulsionar a economia e um dos principais “interessados” nas informações divulgadas pelas empresas, a grave crise veio trazer incerteza e desconfiança nos investidores e nos *stakeholders* na sua generalidade, apelando para mudanças na regulamentação das informações divulgadas nos relatórios anuais.

Deste modo, as empresas têm interesse em transmitir aos *stakeholders* uma boa imagem e serem mais transparentes, divulgando todas as informações necessárias e pertinentes para alcançar esse propósito. Para além das informações (financeiras e não-financeiras) que são de carácter obrigatório, as empresas divulgam informações voluntárias.

Conforme foi mencionado anteriormente na revisão de literatura, em muitos casos os utilizadores das informações atentam mais no modo e na forma como a informação é divulgada e não tanto para o que é dito.

De acordo com Grant et al. (1996), o preço das ações agrega as diversas informações recolhidas pelos investidores acerca do valor da empresa, o que permite uma avaliação do mercado com maior fiabilidade. Os autores defendem, também, que se o mercado se revelar eficiente, o preço das ações irá refletir grandes quantidades de informações públicas acerca das empresas e das suas atividades.

Outra das vantagens relaciona-se com o facto do preço das ações incluir as avaliações do mercado relativas dos *cash flows* futuros da empresa e a taxa de desconto apropriada que reflita o risco inerente dos *cash flows* esperados (i.e., custo do capital) (De Villiers & Marques, 2016). Deste modo, propomos a seguinte hipótese:

Hipótese: O tom utilizado nas narrativas das divulgações sobre o risco tem influência no preço de ações da empresa.

6. METODOLOGIA

6.1 Amostra

A amostra escolhida foi retirada com base no índice “*Standard & Pours 350 Europe*”. A escolha deste índice explica-se pelo facto do mesmo ser uma referência para os investidores nos mercados de capitais europeus (Orzano & Srivastava, 2014). Este índice é ajustado às flutuações do mercado, isto é, apenas tem em conta as ações que estão disponíveis para os investidores no mercado excluindo as ações que são detidas por pequenos grupos de acionistas ou pelo Estado ou por outras empresas, e que inclui as ações das empresas que apresentam elevada liquidez dos países desenvolvidos da Europa. Outro ponto forte associado a este índice está relacionado com o facto de estarem presentes as empresas líderes dos dez sectores que constam do “*Global Industry Classification Standard*” (GICS) dentro dos 16 mercados europeus que compõem este índice, à data de 04 de outubro de 2020.

O ano selecionado para a análise dos relatórios da amostra é o referente a 2017. A justificação para a escolha do mesmo respeita ao facto de, no momento de recolha dos relatórios anuais das entidades constantes do índice, este ser o último ano disponível. A escolha do ano de 2017 também é justificada pelo seu enquadramento no contexto global, a vários níveis: verificou-se um ano de recuperação e crescimento económico; houve uma diminuição da incerteza política a nível europeu; a estabilização das economias emergentes mundiais acompanhada pela descida da inflação. No que toca aos mercados de capitais, tema principal da investigação, verificou-se um crescimento da sua *performance*, tendo-se registado uma diminuição significativa da volatilidade, que se traduz na redução do risco de mercado e do medo e stress por parte dos

investidores, o que se revela como incentivo para uma participação mais ativa dos investidores nestes mercados.¹

Dentro da amostra com as empresas que integram o índice “S&P 350 Europe”, foram recolhidos os relatórios anuais respeitantes a cada uma das empresas, juntamente com os de *corporate governance* nos casos em que os mesmos não faziam parte integrante dos relatórios anuais.

Após armazenar todos os relatórios recolhidos, efetuou-se um filtro da informação contida, retirando a que respeita à análise a ser realizada, isto é, as secções dos relatórios que contêm divulgações sobre o risco e a gestão do risco, quer no Relatório de Gestão, quer no Anexo quer no Relatório do Governo das Sociedades (*corporate governance*).

Posteriormente, efetuou-se a separação das informações recolhidas respeitantes às secções sobre a gestão dos riscos transferindo-as para o programa *Microsoft Word* por forma a poderem ser reproduzidas no programa que irá analisar a informação nelas contida e que será fundamental para o presente estudo – DICTION –na caracterização da variável independente – o tom.

Importa, também, destacar que das empresas que constam da amostra estão excluídas as instituições financeiras cujo modelo de negócio apresenta riscos específicos diferentes das restantes empresas não-financeiras.

Inicialmente, foram seleccionadas 352 empresas que constavam do índice “*Standard & Poors 350 Europe*”. Após retirada das entidades financeiras (68 empresas) (bancos, seguradoras e outras entidades financeiras), pela razão acima descrita, bem como as empresas para as quais não foram encontrados dados na base de dados (3 empresas) “*Worldscope Database*”, temos uma amostra final com 281 empresas (tabela 1).

¹ 1. Fonte: <https://www.schroders.com/en/insights/economics/infographic-the-economic-story-of-2017/>

Tabela 1: Descrição da amostra recolhida

Descrição	Ano 2017	
<i>Painel A: Constituição da amostra</i>		
Empresas constituintes do índice Standards & Poors 350 Europe	352	
Bancos, Seguradoras e Outras Entidades Financeira	-68	
Empresas sem dados na Worldscope Database	-3	
Amostra Final	281	
<i>Painel B: Caracterização sectorial da amostra</i>		
Indústria transformadora	229	82%
Utilities	34	12%
Transportes	18	6%
Amostra Final	281	100%
<i>Painel C: Caracterização da amostra por país</i>		
Austria	2	1%
Bélgica	5	2%
Dinamarca	12	4%
Finlândia	9	3%
França	44	16%
Alemanha	38	14%
Irlanda	4	1%
Itália	13	5%
Luxemburgo	2	1%
Holanda	12	4%
Noruega	7	2%
Portugal	2	1%
Espanha	14	5%
Suécia	18	6%
Suíça	24	9%
Reino Unido	75	27%
Amostra Final	281	100%

O setor mais representativo é o da indústria transformadora, correspondendo a 82% da amostra (229 empresas), seguindo-se-lhe o setor de *utilities* com 34 empresas (12%), e, por fim, temos o setor dos transportes representado por 18 empresas (6%).

Quanto à representatividade da amostra por país, destaca-se com 27% das entidades o Reino Unido (75 empresas). A seguir, consta a França com 16% (44 empresas) seguida pela Alemanha com 14% (38 empresas). Com 9% (24 empresas) surge a Suíça e, em seguida, temos a Suécia com 6% (18 empresas).

6.2. Variável Independente: o Tom do Discurso

A variável independente através da qual irá ser testada a sua influência no preço das ações da empresa, é o “tom” do discurso. Para analisar o tom do discurso, foi utilizado o *software* DICTION. Este programa foi desenvolvido por Roderick P. Hart. O mesmo colocou em prática este programa com o intuito de analisar as vozes políticas de todos os intervenientes que surgiram nos discursos de campanha tais como: jornalistas, cidadãos e os próprios candidatos à presidência, durante 13 períodos de eleições presidenciais (entre 1948 e 1996).

Importa agora perceber em que consiste o programa DICTION. Segundo Hart & Carroll (2015), DICTION é um método científico para determinar o tom de uma mensagem verbal, utilizando um programa que percorre 5 categorias lexicais bem como 35 subcategorias. Dada a sua natureza automatizada o programa garante confiança e validade das informações quer para a codificação quer para a quantificação (Cho et al., 2010).

Este programa revelou-se útil na investigação de várias áreas, entre elas temos a contabilidade onde os investigadores desta área começaram a utilizar este *software* de modo a estudar a imagem da gestão (*image management*) (Rogers et al., 2005) e a ação comunicativa (Yuthas et al., 2002), tendo este último sido referenciado anteriormente.

O programa DICTION é composto por 31 dicionários pré-definidos, contém 10.000 palavras para pesquisa que podem ser usadas para analisar qualquer tipo de texto. Com base na teoria linguística (Bligh et al., 2004b) os dicionários foram desenvolvidos tendo em conta o número de diferentes tipos de narrativas presentes em textos corporativos, tais como: relatórios anuais, declarações de missão e discursos por parte da administração. Os dicionários procuram pela linguagem que vá ao encontro das seguintes características:

- | | | |
|---------------------|-------------------------|-----------------------------|
| - Tenacidade; | - Negação; | - Preocupações do presente; |
| - Nivelamento; | - Agressão; | - Interesse humano; |
| - Coletivos; | - Realização; | - Concretude; |
| - Termos numéricos; | - Comunicação; | - Preocupações do passado; |
| - Ambivalência; | - Movimento; | - Centralidade; |
| - Autorreferência; | - Termos cognitivos; | - Cooperação; |
| - Louvor; | - Passividade; | - Harmonia; |
| - Satisfação; | - Familiaridade; | - Diversidade; |
| - Inspiração; | - Consciência espacial; | - Exclusão; |
| - Culpa; | - Consciência temporal; | - Libertação |
| - Dificuldade; | | |

Os 31 dicionários acima indicados foram selecionados para identificar palavras utilizadas frequentemente nos discursos públicos (Short & Palmer, 2008). Os dicionários presentes no DICTION são posteriormente utilizados em análises lexicais – isto é, estudam o vocabulário e a

escolha de palavras. (Short & Palmer, 2008). Esta análise é feita através da utilização de 5 variáveis “mestres” do tom: “Certeza”, “Otimismo”, “Atividade”, “Realismo” e “Comunalidade”.

Iremos, agora, descrever de forma breve, as 5 variáveis mestres do DICTION (Hart & Carroll, 2015):

Certeza

Esta variável deriva de um estudo realizado por Wendell Johnson (1946) relativo à semântica e do estudo quanto à forma como a linguagem torna-se rígida e o que dela poderá advir. A “certeza” envolve uma linguagem que transparece determinação, inflexibilidade, plenitude e uma tendência de falar com autoridade (Short & Palmer, 2008).

Otimismo

Esta variável envolve uma linguagem que aprova ou apoia uma pessoa, grupo, conceito ou evento. De acordo com Short & Palmer (2008), esta variável foi motivada pelo trabalho de James David Barber (1992) na obra “Presidential Character” em que verificou que o otimismo como dimensão-chave para compreender a personalidade política.

Atividade

A variável “atividade” surge com base na obra de Charles Osgood, Suci & Tannenbaum de 1957 intitulada por “The Measurement of Meaning” e que examina a linguagem acompanhada de movimento, mudança e implementação de ideias e prevenção da inércia.

Realismo

O “realismo” examina a linguagem que descreve assuntos tangíveis, imediatos e reconhecíveis. Esta variável surgiu com o intuito de se aproximar do pragmatismo de John Dewey (1954) descoberto através da sua experiência no Oeste. Importa realçar o papel importante de John Dewey na fundação da filosofia ligada ao pragmatismo

Comunalidade

A última variável “mestre” examina a linguagem que destaca os valores partilhados por um grupo e refuta modos idiossincráticos de compromisso.

Na tabela 2 a seguir apresentada constam as fórmulas de cálculo de cada uma das 5 variáveis “mestres”. Verificamos algumas palavras sublinhadas, correspondendo estas às variáveis calculadas que são utilizadas nas fórmulas de 3 das 5 variáveis “mestres”, tal como nos mostram Short & Palmer (2008):

Tabela 2: Cálculo das 5 variáveis “mestre”

Variáveis Mestre	Fórmula
Certeza	[Tenacidade+Nivelamento+Coletivos+ <u>Insistência</u>]- [Termos numéricos+ +Ambivalência+Autorreferência+ <u>Variedade</u>]
Otimismo	[Louvor+Satisfação+Inspiração]-[Culpa+Dificuldade+Negação]
Atividade	[Agressão+Realização+Comunicação+Movimento]-[Termos cognitivos+ +Passividade+ <u>Embelezamento</u>]
Realismo	[Familiaridade+Consciência espacial+Consciência temporal+Preocupações do presente+Interesse Humano+Concretude]-[Preocupações do passado+ + <u>Complexidade</u>]
Comunalidade	[Centralidade+Cooperação+Harmonia]-[Diversidade+Exclusão+Libertação]

Fonte: Hart & Carroll, 2015 – Adaptado

6.3. Modelo econométrico

Importa, agora, definir o modelo que irá suportar e que nos permitirá tirar conclusões acerca da hipótese acima definida. O modelo escolhido corresponde ao Modelo de Ohlson (1995). O autor do modelo procurou uma “perspetiva” diferente de calcular o valor de uma empresa. Vislumbrou a possibilidade de estruturar um modelo de avaliação sustentado pela relação do lucro limpo (*Clean Surplus Relation*) onde as variáveis contabilísticas tivessem um papel destacado (Cupertino & Lustosa, 2006).

Optámos por um modelo de preço uma vez que a variável dependente escolhida é o preço das ações (*share price*), e, segundo Kothari e Zimmerman (1995), esta variável é explicada, i.e., está relacionada pela regressão do *Earnings Per Share* (EPS) (lucro obtido por ação).

Decompondo o Modelo de Ohlson, este depende de 3 variáveis, conforme é explicado por Cupertino & Lustosa (2006): valor contabilístico do Capital Próprio (correspondente no nosso modelo ao *Book-value per share*), lucro no período corrente (consideramos o *Earnings per Share*) e outras informações no período corrente (no caso concreto do nosso estudo, iremos utilizar a variável “tom”). Do modelo original, excluímos os parâmetros de persistência e a taxa de desconto.

Por conseguinte, apresentamos o seguinte modelo:

$$P_i = \theta_0 + \theta_1 BV_pS_i + \theta_2 EPS_i + \theta_3 Tom_i + \theta_4 Size_i + \beta_5 Leverage_i + \\ + \beta_6 Loss_i + \beta_7 Setor\ de\ atividade_i + \beta_8 País_i + \mu_i$$

Onde P é o preço de cotação por ação, BV_pS e EPS representam o valor contabilístico e o lucro obtido por ação, respetivamente, e o “Tom” representa os 5 níveis do tom (*activity, optimism, certainty, realism, and communality*) que são apresentados nas narrativas presentes nos

relatórios corporativos em análise, calculados através do programa DICTION, conforme foi explicado anteriormente. De modo a obtermos uma melhor compreensão da relação entre as variáveis principais, adicionámos ao modelo variáveis de controlo, sendo que estas mantêm-se inalteráveis durante o teste da hipótese.

Identificámos 5 variáveis de controlo, sendo elas: a dimensão (*size*), o endividamento (*leverage*), país (*GDP growth rate*), perdas (*loss*) e sector de atividade, sendo estas duas últimas caracterizadas por variáveis *dummies* (tabela 3).

No que toca à variável “*size*” esta já havia sido analisada como estando relacionada com a quantidade de divulgações sobre o risco (Beretta & Bozolan, 2004), acrescentando outros estudos que corroboram a importância desta variável (Linsley & Shrives, 2006; e Merkl-Davies et al., 2011). Quanto à sua definição esta pode ser obtida através do total do ativo, capital social, volume de negócios, número de acionistas, etc. (Cooke, 1992). Seguindo os resultados dos estudos acima mencionados (Merkl-Davies et al., 2011; e Linsley & Shrives, 2006), optou-se por considerar como medida da variável “*size*” o logaritmo natural do total do ativo.

Relativamente ao “*leverage*”, de acordo com o estudo efetuado por Abraham & Cox (2007), esta variável é medida através do rácio de endividamento, que resulta do quociente entre o total do passivo (corrente e não corrente) e o total do ativo.

No que toca à última variável de controlo – *GDP growth rate* – esta foi incluída no modelo para controlar os potenciais efeitos fixos país, tendo sido retirada do *WorldBank database*.

A variável “*loss*” é uma *dummy* que assume o valor 1 caso o Resultado Líquido é negativo e 0 no caso contrário.

Por último, a variável “Setor de atividade” é uma *dummy* que assume o valor 1 caso a empresa pertence ao ramo da indústria transformadora e 0 no caso contrário.

Na tabela 3, apresentamos de modo sintético as variáveis presentes no modelo econométrico:

Tabela 3: Descrição das variáveis do modelo econométrico

Variáveis	Mensuração
Price (preço por ação)	Preço por ação registado em 31 de dezembro de 2017
Book-value per share (valor contabilístico por ação)	Valor contabilístico por ação registado em 31 de dezembro de 2017
EPS (lucro por ação)	Valor referente a 31 de dezembro de 2017
Tom	5 variáveis tonais calculadas com recurso ao software “Diction” (Atividade, Realismo, Certeza, Otimismo e Comunalidade)
Size (dimensão)	Logaritmo natural do Total do Ativo em milhões de euros
Leverage (endividamento)	Rácio de endividamento: com referência a 31 de dezembro de 2017
Gross Domestic Product (PIB)	Taxa de crescimento do PIB
Loss (perdas)	Variável <i>dummy</i> (binária): =1 se existirem perdas; =0 em caso contrário
Setor de atividade	Variável <i>dummy</i> (binária): =1 se setor for industrial; =0 em caso contrário

7. RESULTADOS

7.1. Análise Descritiva

Na tabela 4, encontramos as estatísticas descritivas das variáveis dependentes, independentes e de controlo. Todos os dados foram sujeitos a um processo de winsorização de 1% e 99% ao nível das variáveis, “preço das ações” (Price), “valor contabilístico por ação” (*Book-value per share*) e “lucro por ação” (*Earnings per share*), tendo sido eliminados 8 *outliers* extremos, resultando numa amostra final de 273 observações.

A variável dependente “preço das ações” apresenta como valor mínimo 1,37 euros e com máximo 2252 euros, apresentando um preço médio de 97,58 euros. Constatamos também que existe um elevado grau de dispersão desta variável, em média, em torno da sua média (187,1355 euros).

No que toca às variáveis independentes, o valor contabilístico por ação (*book-value per share*) apresenta um valor mínimo de -3.52 euros e um máximo de 384,16 euros, apresentando um valor médio de 29,67 euros e um grau de dispersão, em média, em torno da média de 45,23 euros. No caso do lucro por ação (*earnings per share*), assume um valor mínimo de -4,72 euros, máximo de 78,18 euros e um ganho médio por ação de 4.85 euros; passando para a variável tom – variável que queremos testar na hipótese formulada – temos a variável “atividade” que apresenta um nível médio de 48,9 palavras; ao nível do “otimismo” temos um nível médio de 48,33 palavras encontradas pelo *software* DICTION; no caso do nível tonal “certeza” este apresenta, em média, 46,4 palavras; seguem-se os níveis com extremos opostos, sendo que com a média mais baixa temos o “realismo”, apresentando uma média de 41,86 palavras. Por outro lado, o nível com o valor médio mais elevado é representado pela “comunalidade” com 52 palavras, em média.

Verificamos, também, que no que toca à dimensão, o valor máximo é de 20,61 milhões de euros, apresentando um valor médio de 16,78 milhões de euros.

Relativamente ao endividamento, esta variável apresenta um valor médio de 25,43% e um valor máximo de 69,02% de endividamento, o que nos leva a concluir que 30,98% das entidades são financiadas pelos capitais próprios.

Em relação à variável “*Gross domestic product*”, o seu valor mínimo para a amostra em estudo é de -0,64%, atingindo o seu máximo em 6,97% de crescimento do PIB. Em termos médios, apresenta uma taxa de crescimento do PIB de 1,75%.

7.2 Análise do Modelo de Regressão

A tabela 5 apresenta a matriz de correlações entre as variáveis dependentes, independentes e de controlo. Observando as relações entre as variáveis independentes (“*Book-value per share*”, “*Earnings per share*” e os 5 níveis de medição do tom) e as variáveis de controlo (“*Size*”, “*Leverage*”, “*Gross Domestic Product*” e “*Loss*”) verificamos que as relações existentes são pouco significativas, o que se consegue comprovar pelos valores dos coeficientes de correlação de Pearson que apresentam valores inferiores a 0,4 (numa escala entre 0 e 1), o que nos permite concluir a inexistência de multicolinearidade entre as variáveis independentes e de controlo.

Tabela 4: Estatísticas descritivas

Descrição	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
Price	273	1,37	2252,00	97,5847	187,13554
Book value per share	273	-3,52	384,16	29,6694	45,23131
Earnings per share	273	-4,72	78,18	4,8509	8,03724
Tom_Activity	273	-2,76	63,96	48,8981	4,21938
Tom_Optimism	273	34,16	52,98	48,3352	2,11445
Tom_Certainty	273	-,94	63,53	46,4086	9,36143
Tom_Realism	273	23,95	50,02	41,8647	3,31574
Tom_Commonality	273	46,13	64,62	52,0029	2,38100
Size	273	13,69	20,61	16,7811	1,28042
Leverage	273	0,00	69,02	25,4371	13,82911
Gross Domestic Product	273	-,64	6,97	1,7530	,88010
				N	%
Loss	Variável <i>Dummy</i>	= 1		8	3
		= 0		265	97

A tabela apresenta as estatísticas descritivas das variáveis dependentes, independentes e de controlo, após um processo de winsorização a 1% e a 99% nas variáveis “Price”, “Book-value per share” e “Earnings per share”.

No que toca às variáveis que medem o tom, quando comparada a sua relação com a variável dependente, existe uma relação muito pouco significativa, em sentido positivo, entre as medidas tonais “*Activity*” (coeficiente = 0,114; *p-value* < 0,05) relação esta que apenas será confirmada nos resultados do modelo de regressão.

Passando agora para a análise do modelo de regressão linear propriamente dita, o modelo utilizado foi o modelo de regressão linear múltipla dos mínimos quadrados ordinários (OLS) de modo a testar a influência do tom do discurso presente nas narrativas dos relatórios no preço das ações. Os dados calculados encontram-se apresentados na Tabela 6.

De modo a não colocar em causa a validade do modelo, foram verificados os pressupostos subjacentes ao modelo de regressão linear que têm que ser respeitados, nomeadamente: *outliers*, a ausência de autocorrelação dos erros (i.e., os mesmos são independentes) e ausência de multicolinearidade (ver Tabela 6).

Uma vez que tanto as variáveis dependentes, como as variáveis independentes e de controlo não seguem uma distribuição normal, procedeu-se à normalização das variáveis utilizando a transformação de Bloom (Cooke, 1998).

Quanto aos *outliers*, foi realizada uma análise e foram eliminadas 12 observações consideradas influentes, i.e., observações que apresentam um grande afastamento da média ou que são inconsistentes, resultando numa amostra final de 261 observações.

No que concerne à ausência de correlação, esta foi determinada através da estatística “Durbin-Watson”, sendo o seu valor igual a 1,928 e, estando o valor muito próximo de 2, constatamos que não existe correlação entre os resíduos.

Para verificar a ausência de multicolinearidade, analisou-se o fator inflacionador da variância (VIF), sendo que este fator indica-nos que a proximidade do valor 10 é indicativa de existência de multicolinearidade, e, por sua vez, quanto mais próximo o seu valor esteja de 1 podemos assumir que o pressuposto de ausência de multicolinearidade está satisfeito. Analisando o resultado da regressão no que concerne ao valor do VIF, este apresenta um valor inferior a 4,847, pelo que está confirmado o pressuposto da ausência de multicolinearidade entre as variáveis explicativas.

A questão da heterocedasticidade dos resíduos foi tratada corrigindo os dados da regressão de acordo com o “*White's Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors and Covariance*”. Os resíduos seguem a distribuição normal, conforme atestado pela estatística de teste *Kolmogorov-Smirnov* ($KS = 0,031$; $p\text{-value} > 0,2$).

Através da análise da Estatística F, verificamos que o resultado ($F = 145,567$; $p\text{-value} < 0,01$) comprova que o modelo é válido para inferência estatística, o que significa que este é adequado para generalizar à população.

No que respeita à análise da capacidade explicativa do modelo, através do coeficiente de determinação ajustado (R^2 ajustado), o modelo apresenta um valor de 0,886, o que nos indica que 88,6% da variância total da variável dependente (preço por ação) é explicada pela presença das variáveis explicativas. Concluimos, deste modo, a existência de uma boa capacidade explicativa por parte do modelo.

Ao analisar os resultados obtidos, verificamos que as variáveis estatisticamente significativas, para um nível de significância de 0,01 ou 0,05, são o “Book-value per share”, “Earnings per share”, “size”, “loss” (estas para um nível de significância de 0,01) e o “tom” medido pelos níveis de “certainty” e “commonality” (para um nível de significância de 0,05).

Uma vez que existem medidas tonais estatisticamente significativas, significando que estas têm impacto no preço por ação (variável dependente), podemos concluir que a hipótese definida anteriormente encontra-se suportada.

Relativamente à relação entre a variável explicada e as variáveis explicativas, no que respeita ao tom, o coeficiente da medida tonal “certainty” apresenta sinal negativo (-0,037), por outro lado o coeficiente da medida “commonality” apresenta sinal positivo (0,04).

Traduzindo esta relação para o contexto do modelo, temos que quando o nível de tom “certainty” e “commonality” variam 1 unidade, o preço por ação varia, em média, em sentido contrário e no mesmo sentido 0,037 e 0,04, respetivamente, mantendo-se tudo o resto constante. Este resultado suporta a hipótese de que o tom das narrativas das divulgações de informação sobre risco influencia o preço de cotação das ações e, por conseguinte, é um elemento relevante no processo de tomada de decisão dos investidores.

Tabela 5: Matriz de correlações de Pearson

Descrição	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	15
1 Price	1,000											
2 Book-value per share	0,871 ***	1,000										
3 Earnings per share	0,866 ***	0,825 ***	1,000									
4 Tom_Activity	0,114 **	0,152 ***	0,134 **	1,000								
5 Tom_Optimism	-0,015	-0,035	-0,066	-0,114 **	1,000							
6 Tom_Certainty	-0,077	-0,048	-0,052	0,129 **	-0,037	1,000						
7 Tom_Realism	-0,001	0,030	-0,013	-0,078	0,122 **	0,049	1,000					
8 Tom_Commonality	0,065	0,066	-0,017	0,210 ***	0,013	0,174 ***	-0,117 **	1,000				
9 Size	0,147 ***	0,375 ***	0,282 ***	0,117 **	-0,053	0,008	-0,021	0,010	1,000			
10 Leverage	-0,224 ***	-0,209 ***	-0,161 ***	0,023	0,063	0,090 *	0,069	0,034	0,134 **	1,000		
11 Loss	-0,130 **	-0,080	-0,381 ***	-0,020	-0,019	0,063	0,011	0,046	0,014	-0,021	1,000	
15 GDP	-0,116 **	-0,066	-0,083 *	0,163 ***	-0,071	0,003	0,055	-0,013	0,043	0,104 **	0,025	1,000

A tabela apresenta as estatísticas descritivas das variáveis dependentes, independentes e de controlo, após um processo de winsorização a 1% e a 99% nas Correlações estatisticamente significativas a: **0,05 e ***0,01 (unilateral)

Tabela 6: Modelo de regressão linear múltipla

Descrição	Price		
	Coefficientes	Std. Error	Estatística t
Constante	-0,412	0,098	-4,224 ***
Book-value per share	0,455	0,058	7,883 ***
Earnings per share	0,580	0,056	10,361 ***
Tom_Activity	-0,017	0,022	-0,775
Tom_Optimism	0,031	0,019	1,623
Tom_Certainty	-0,037	0,021	-1,726 **
Tom_Realism	-0,011	0,022	-0,525
Tom_Commonality	0,040	0,021	1,936 **
Size	-0,171	0,025	-6,908 ***
Leverage	0,030	0,026	1,148
Loss	0,524	0,172	3,044 ***
Earnings per Share*Loss	-0,160	0,044	-3,657 ***
Gross domestic product	-0,018	0,022	-0,825
Efeitos fixos de indústria		<i>Sim</i>	
<i>Ajustamento do modelo:</i>			
N			261
R ²			0,892
R ² Ajustado			0,886
Estatística F			145,567 ***
Estatística Durbin-Watson			1,928
VIF		< 4,847	
Normalidade dos resíduos:			
Estatística Kolmogorov-Smirnov		0,031	p-value>0,2

A tabela apresenta os resultados da regressão OLS após um processo de winsorização a 1% e a 99% nas variáveis "Price", "Book-value per share" e "Earnings per share". Além disso, foram eliminadas 12 observações consideradas influentes. Todos os dados foram corrigidos de acordo com White's Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors and Covariance.

Estatisticamente significativo a: **0,05 e ***0,01 (bilateral)

8. CONCLUSÃO

Tendo em conta as constantes mudanças ocorridas fruto da globalização em todos os sectores de atividade, o sector normativo relacionado com as divulgações sobre os riscos (mais concretamente e para o caso deste estudo), não contrariando o panorama estabelecido, foi alvo de mudanças e ajustes quer ao nível da sua estruturação, quer ao nível da exigência que acompanha as exigências e necessidades dos investidores fruto da crise económica global do ano 2007 que fez pairar a incerteza, dúvida e desconfiança sobre os *stakeholders*.

Tornou-se, portanto, fundamental corresponder a essas necessidades e exigências dos investidores, pelo que os gestores tinham como objetivo apresentar a informação financeira e não financeira de modo transparente e fiável, tendo sempre presente as pretensões e interesses dos investidores e dos *stakeholders* em geral.

Surgiu, pois, o propósito para o presente estudo, cujo objetivo definido consistiu em perceber se o tom utilizado nas narrativas das divulgações sobre os riscos (estratégia de *impression management*) influenciava o preço das ações das empresas.

Com suporte na literatura e assente nas teorias da agência, da legitimidade, institucional, da sinalização e dos *stakeholders*, foram escolhidas as variáveis independentes, formulou-se um modelo econométrico assente no Modelo de Ohlson de modo a aferir a existência de relação entre o tom (medido pelos 5 níveis tonais que constam no DICTION) e o preço das ações (variável que pretendemos explicar no modelo).

Após análise dos resultados obtidos relativos ao modelo, concluímos que existe relação do preço das ações com duas medidas tonais: “*certainty*” e “*commonality*”. A primeira em sentido inverso e a última varia no mesmo sentido, o que nos leva a concluir que a hipótese formulada é suportada.

No primeiro caso, verificamos que medida tonal “*certainty*” estabelece uma relação inversa com o preço das ações, isto é, com o aumento do preço das ações, os níveis de “*certainty*” diminuem, indo ao encontro do estudo de Vivien et al. (2016) cujos autores afirmam que o tom “*certainty*” está associado ao grau de confiança apresentado pelos gestores, podendo este ser mais evidente em tempos de incerteza e surpresas nos resultados, situações não apreciadas pelos investidores, pelo que a “*certainty*”, conforme foi apurado no teste de hipóteses realizados no referido estudo, permite atenuar o impacto negativo das surpresas nos resultados.

Transpondo para o resultado do estudo, com o aumento do preço das ações, a empresa não mostra sinais de instabilidade ou de incerteza, pelo que os gestores não necessitam de recorrer a níveis significativos de “*certainty*”.

Relativamente à segunda medida tonal “*commonality*”, esta varia positivamente com o aumento do preço das ações, o que indicia que, em certos casos, os gestores de topo podem utilizar uma linguagem que denote compromisso com os valores da empresa e conexão com as pretensões do seu *target* de modo a aproximar mais a empresa destes últimos (Patelli & Pedrini, 2015). Podendo significar uma certa apetência para a ofuscação de eventuais crises, “más notícias” presentes no dia-a-dia das empresas, não perdendo a confiança dos *stakeholders*.

Dentro das limitações do estudo realizado, destaca-se o ano escolhido dos relatórios analisados, pelas razões explicadas anteriormente, bem como a existência reduzida de literatura relacionada com o tom das divulgações sobre o risco, outro fator limitativo do nosso estudo prende-se com o facto de apenas terem sido recolhidas divulgações sobre o risco presentes nos relatórios anuais e do governo das sociedades, não englobando outro tipo de comunicações disponíveis utilizadas pelos gestores para transmitir informações aos seus investidores e *stakeholders* em geral, como é o caso das *press releases* ou prospetos.

Por outro lado, o nosso estudo dispõe de uma amostra bastante considerável (261 empresas após eliminação dos *outliers*) e cujo resultado do teste permitiu a inferência estatística, isto é, generalizar as conclusões do modelo para a população.

Bibliografia

- Abraham, S., & Cox, P. (2007). Analysing the determinants of narrative risk information in UK FTSE 100 annual reports. *British Accounting Review*, 39(3), 227-248. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2007.06.002>.
- Abraham, S., & Shrivs, P. J. (2014). Improving the relevance of risk factor disclosure in corporate annual reports. *British Accounting Review*, 46(1), 91–107. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2013.10.002>.
- Adelberg, A.H. (1979). Narrative disclosures contained in financial reports: Means of communication or manipulation. *Accounting and Business Research* 10 (Summer), 179-189.
- Ashforth, B. E., & Gibbs, B. W. (1990). The double-edge of organizational legitimation. *Organization Science*, 1, 177-194.
- Baginski, S.P., J.M. Hassell and W.A. Hilson (2000). Voluntary causal disclosures: Tendencies and capital market reaction. *Review of Quantitative Accounting and Finance* 15(4), 371-389.
- Bansal, P. and I. Clelland (2004). Talking trash: Legitimacy, impression management and unsystematic risk in the context of the natural environment. *Academy of Management Journal* 27(1), 93-103.
- Barakat, A., & Hussainey, K. (2013). Bank governance, regulation, supervision, and risk reporting: Evidence from operational risk disclosures in European banks. *International Review of Financial Analysis*, 30, 254–273.
- Beretta, V., Demartini, C., & Truco, S. (2019). Does environmental, social and governance performance influence intellectual capital disclosure tone in integrated reporting? *Journal of Intellectual Capital*, 20(1), 100-124. <https://doi.org/10.1108/JIC-02-2018-0049>.
- Beretta, S., & Bozzolan, S. (2004). A framework for the analysis of firm risk communication. *International Journal of Accounting*, 39(3), 265-288. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2004.06.006>.
- Bligh, M.C. and Hess, G.D. (2007), The power of leading subtly: Alan Greenspan, rhetorical leadership, and monetary policy, *The Leadership Quarterly*, Vol. 18 No. 2, 87-104.
- Boudt, K., & Thewissen, J. (2019). Jockeying for Position in CEO Letters: Impression Management and Sentiment Analytics, *Financial Management*, 48(1), 77-115. <https://doi.org/10.1111/fima.12219>.
- Brennan, N. M., & Merkl-Davies, D. M. (2013). Accounting Narratives and Impression Management. *The Routledge Companion to Communication in Accounting*, 8, 109-132.
- Buckby, S., Gallery, G., & Ma, J. (2015). An analysis of risk management disclosures: Australian evidence. *Managerial Auditing Journal*, 30(8–9), 812–869. <https://doi.org/10.1108/MAJ-09-2013-0934>.
- Campbell, J. L., Chen, H., Dhaliwal, D. S., Lu, H. min, & Steele, L. B. (2014). The information content of mandatory risk factor disclosures in corporate filings. *Review of Accounting Studies*, 19(1), 396–455. <https://doi.org/10.1007/s11142-013-9258-3>
- Cho, C. H., Michelon, G., & Pattern, D. M. (2012). Impression Management in sustainability reports: An empirical investigation of the use of graphs. *Accounting and the Public Interest*, 12(1), 16-37.
- Cho, C. H., Roberts, R. W., & Pattern, D. M. (2010). The language of US corporate environmental disclosure. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 14(3), 311-326.
- Church, B., Davis, S., and McCracken, S. (2008). The auditor's reporting model: a literature overview and research synthesis. *Accounting Horizons*, 22(1), 69-90.
- Cooke, T.E. (1998), Regression analysis in accounting disclosures studies, *Accounting & Business Research*, Vol. 28 No. 3, 209-24.

- Cooke, T. E. (1992). The Impact of Size, Stock Market Listing and Industry Type on Disclosure in the Annual Reports of Japanese Listed Corporations. *Accounting & Business Research*, 22(87), 229-237. <https://doi.org/10.1080/00014788.1992.9729440>
- Cormier, D., Magnan, M., & van Velthoven, B. (2005). Environmental disclosure quality in large German companies: economic incentives, public pressures or institutional conditions? *European Accounting Review*, 14(1), 3-39.
- Courtis, J. K. (2004a). Corporate report obfuscation: Artefact or phenomenon? *British Accounting Review*, 36(3), 291-312.
- Courtis, J.K. (1998). Annual report readability variability: Tests of the obfuscation hypothesis. *Accounting, Auditing and Accountability Journal* 11(4), 459-471.
- Craig, R. and Amernic, J. (2008), A privatization success story: accounting and narrative expression overtime, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 21 No. 8, 1085-1115.
- Craig, R. and Amernic, J. (2004a), Enron discourse: the rhetoric of a resilient capitalism, *Critical Perspective on Accounting*, Vol. 15, 813-851.
- Craig, R. and Amernic, J. (2004b), The deployment of accounting-related rhetoric in the prelude to a privatization, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 17 No. 1, 41-58.
- Crowther, D., C. Cater and S. Cooper (2006). The poetics of corporate reporting: Evidence from the UK water industry, *Critical Perspectives on Accounting*, 17(1-2), 175-201.
- Cupertino, C. & Lustosa, P. R. (2006). O Modelo Ohlson de Avaliação de Empresas: Tutorial para Utilização. 17, 47-68.
- Davis, A. K., Piger, J. M. & Sedor, L. M. (2012). Beyond the numbers: Measuring the information content of earnings press release language. *Contemporary Accounting Research*, 29(3), 845-868. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01130.x>
- DeFond, M. and Zhang, J. (2004). A review of archival auditing research. *Journal of Accounting and Economics*, 58(2-3), 275-326.
- Deumes, R. (2008). Corporate risk reporting. A content analysis of narrative risk disclosures in prospectuses. *Journal of Business Communication*, 45(2), 120-157. <https://doi.org/10.1177/0021943607313992>.
- De Villiers, C. & Marques, A. (2016). Corporate social responsibility: Country-level predispositions, and the consequences of choosing a level of disclosure. *Accounting and Business Research*, 46(2), 167-195.
- DiMaggio, P. J., & Powell, W. W. (1983). The iron cage revisited: institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American Sociological Review*, 48(2), 147-160.
- Elshandidy, T., & Shrives, P. J. (2016). Environmental Incentives for and Usefulness of Textual Risk Reporting: Evidence from Germany. *International Journal of Accounting*, 51(4), 464-486. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2016.10.001>.
- Elshandidy, T., & Neri, L. (2015). Corporate Governance, Risk Disclosure Practices, and Market Liquidity: Comparative Evidence from the UK and Italy. *Corporate Governance: An International Review*, 23(4), 331-356. <https://doi.org/10.1111/corg.12095>.
- Elshandidy, T., Fraser, I., & Hussainey, K. (2013). Aggregated, voluntary, and mandatory risk disclosure incentives: Evidence from UK FTSE all-share companies. *International Review of Financial Analysis*, 30, 320-333. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2013.07.010>.

- 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(2), 811-836.
- Francis, J.R. (2006). Are auditors compromised by nonaudit services? Assessing the evidence. *Contemporary Accounting Research*, 23(3), 747-760.
- Frink, D.D. and Ferris, G.R. (1998), Accountability, impression management, and goal setting in the performance evaluation process, *Human Relations*, Vol. 51 No. 10, 1259-1283.
- Fukukawa, H., & Kim, H. (2017). Effects of audit partners on clients' business risk disclosure. *Accounting and Business Research*, 47(7), 780–809. <https://doi.org/10.1080/00014788.2017.1299619>.
- Gabinete de Avaliação e Auditoria, Camões, I. da C. e da L., & Ministério dos Negócios Estrangeiros. (2014). Linhas de Orientação para a Cooperação. *Camões - Instituto Da Cooperação e Da Língua*, 34.
- García Osma, B., & Guillamón-Saorín, E. (2011). Corporate governance and impression management in annual results press releases. *Accounting, Organizations and Society*, 36(4-5), 187-208.
- Gatzert, N., & Heidinger, D. (2019). An empirical analysis of market reactions to the first Solvency and Financial Condition Reports in the European insurance industry. *Journal of Risk and Insurance*. <https://doi.org/10.1111/jori.12287>.
- Godfrey, J., P. Mather and A. Ramsay (2003). Earnings and impression management in financial reports: The case of CEO changes. *Abacus*, 39(1), 95-123.
- Grant, S., King, S., & Polak, B. (1996). Information externalities, share-price based incentives and managerial behaviour. *Journal of Economic Surveys*, 10(1). <https://doi.org/10.1111/j.1467-6419.1996.tb00001.x>.
- Habermas, J. (1984,1987). *The theory of communicative action* (Vols. 1 & 2). Boston: Beacon Press.
- Haji, A. A., & Houssain, D. M. (2016). Exploring the implications of integrated reporting on organizational reporting practice evidence from highly regarded integrated reports. *Qualitative Research in Accounting and Management*, 13(4), 415-444.
- Hand, J. (1990). A test of the extended functional fixation hypothesis, *The Accounting Review*, 65(4), 764-780.
- Hart, R. P. & Carroll, C. (2015). Help Manual – DICTION 7.0: The text analysis program. *Digitex, Inc.*, Austin, TX.
- Henry, E. (2008). Are investors influenced by how earnings press releases are written? *Journal of Business Communication*, 45(4), 363-407.
- Hodder, L., & McAnally, M. L. (2001). SEC market-risk disclosures: Enhancing comparability. *Financial Analysts Journal*, 57(2), 24-34.
- Hooghiemstra, R. (2000). Corporate communication and impression management – New perspectives why companies engage in social reporting. *Journal of Business Ethics*, 27, 55-68.
- Huang, X., Teoh, S. H., & Zhang, Y. (2014). Tone Management, *The Accounting Review*, 89(3), 1083-1113.
- ISO 31000: Risk Management – Guidelines (2018).
- Jancenelle, V. E., Storrud-barnes, S., Iaquinto, A. L., & Buccieri, D. (2016). Firm-specific risk, managerial certainty and optimism: Protecting value during post-earnings announcement conference calls. In *Journal of Strategy and Management*, Vol. 9, 383–402. Emerald Group Publishing Ltd. <https://doi.org/10.1108/JSMA-11-2015-0093>.

- Kothari, S. P., & Zimmerman, J. L. (1995). Price and return models. *Journal of Accounting and Economics*, 20(2), 155–192. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(95\)00399-4](https://doi.org/10.1016/0165-4101(95)00399-4).
- Lang, M. and R. Lundholm (2000). Voluntary disclosure and equity offerings: Reducing information asymmetry or hyping the stock? *Contemporary Accounting Research*, 17(4), 623-662.
- Leary, M. R. and R. M. Kowalski (1990). Impression management: A literature review and two-component model, *Psychological Bulletin*, 107(1), 34-47.
- Li, F. (2008). Annual report readability, current earnings, and earnings persistence. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2-3), 221-247.
- Linsley, P. M., & Shriver, P. J. (2006). Risk reporting: A study of risk disclosures in the annual reports of UK companies. *British Accounting Review*, 38(4), 387–404. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2006.05.002>.
- Marcos, J. (2019). O Relato Integrado e o tom do discurso: evidência nas empresas europeias, Dissertação de Mestrado, ISCTE-IUL.
- Marshall, A. P., & Weetman, P. (2002). Information asymmetry in disclosure of foreign exchange risk management. Can regulation be effective? *Journal of Economics and Business*, 54(1), 31-53.
- Melloni, G., Caglio, A., & Perego, P. (2017). Saying more with less? Disclosure conciseness, completeness and balance in Integrated Reports. *Journal of Accounting and Public Policy*, 36(3), 220-238.
- Melloni, G., Stacchezzini, R., & Lai, A. (2016). The tone of business model disclosure: an impression management analysis of the integrated reports. *Journal of Management and Governance*, 20(2), 295-320. <https://doi.org/10.1007/s10997-015-9319-z>
- Melloni, G. (2015). Intellectual capital disclosure in integrated reporting: An impression management analysis. *Journal of Intellectual Capital*, 16(3), 661-680. <https://doi.org/10.1108/JIC-11-2014-0121>.
- Merkel-Davies, D. M., & Brennan, N. M. (2017). A theoretical framework of external accounting communication: Research perspectives, traditions, and theories. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 30(2), 433–469. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-04-2015-2039>.
- Merkel-Davies, D. M., Brennan, N. M. & McLeay, S. (2011a). Impression management and retrospective sense-making in corporate narratives: A social psychology perspective. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 24(3), 315-344. <https://doi.org/10.1108/09513571111124036>.
- Merkel-Davies, D. M., & Brennan, N. M. (2011b). A conceptual framework of impression management: New insights from psychology, sociology and critical perspectives. *Accounting and Business Research*. <https://doi.org/10.1080/00014788.2011.574222>.
- Merkel-Davies, D. M., & Brennan, N. M. (2007). Discretionary Disclosure Strategies in Corporate Narratives: Incremental Information or Impression Management? *Journal of Accounting Literature*, 26, 116-196. Retrieved from <http://hdl.handle.net/10197/2907>.
- Miihkinen, A. (2013). The usefulness of firm risk disclosures under different firm riskiness, investor-interest, and market conditions: New evidence from Finland. *Advances in Accounting*, 29(2), 312–331. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2013.09.006>.
- Miihkinen, A. (2012). What Drives Quality of Firm Risk Disclosure?. The Impact of a National Disclosure Standard and Reporting Incentives under IFRS. *International Journal of Accounting*, 47(4), 437–468. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2012.10.005>.
- Ntim, C. G., Lindop, S., & Thomas, D. A. (2013). Corporate governance and risk reporting in South Africa: A study of corporate risk disclosures in the pre- and post-2007/2008 global financial crisis

- periods. *International Review of Financial Analysis*, 30, 363–383. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2013.07.001>.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661–687. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>.
- Oliveira, M. (2020). O Tom das narrativas na criação de valor das empresas portuguesas cotadas, Dissertação de Mestrado, Universidade de Aveiro.
- Oliveira, J., Serrasqueiro, R., & Mota, S. N. (2018). Determinants of risk reporting by Portuguese and Spanish non-finance companies. *European Business Review*, 30(3), 311–339. <https://doi.org/10.1108/EBR-04-207-0076>.
- Oliveira, J., Rodrigues, L. L., & Craig, R. (2013). Public visibility and risk-related disclosures in Portuguese credit institutions. *Journal of Risk*, 15(4), 57–90. <https://doi.org/10.21314/JOR.2013.264>.
- Oliveira, J., Rodrigues, L. L., & Craig, R. (2011a). Risk-related disclosure practices in the annual reports of Portuguese credit institutions: An exploratory study. *Journal of Banking Regulation*, 12(2), 100–118. <https://doi.org/10.1057/jbr.2010.20>.
- Oliveira, J., Rodrigues, L. L., & Craig, R. (2011b). Risk-related disclosures by non-finance companies: Portuguese practices and disclosure characteristics. *Managerial Auditing Journal*, 26(9), 817–839. <https://doi.org/10.1108/02686901111171466>.
- Patelli, L., & Pedrini, M. (2015). Is Tone at the Top Associated with Financial Reporting Aggressiveness? *Journal of Business Ethics*, 126(1), 3–19. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1994-6>.
- Patelli, L., & Pedrini, M. (2014). Is the optimism in CEO's Letters to Shareholders Sincere? Impression Management Versus Communicative Action During the Economic Crisis. *Journal of Business Ethics*, 124(1), 19–34.
- Rogers, R. K., Dillard, J., & Yuthas, K. (2005). The accounting profession: Substantive change and/or image management. In *Journal of Business Ethics*, Vol. 58, 159–176. <https://doi.org/10.1007/s10551-005-1401-z>.
- Rubio, M., & Carrasco-Gallego, J. A. (2016). The new financial regulation in Basel III and monetary policy: A macroprudential approach. *Journal of Financial Stability*, 26, 294–305.
- Rutherford, B.A. (2003). Obfuscation, textual complexity and the role of regulated narrative accounting disclosure in corporate governance. *Journal of Management and Governance*, 7, 187–210.
- Schleicher, T., & Walker, M. (2010). Bias in the tone of forward-looking narratives. *Accounting and Business Research*, 40(4), 371–390.
- Short, J. C., & Palmer, T. B. (2008). The application of DICTION to content analysis research in strategic management. *Organizational Research Methods*, 11(4), 727–752. <https://doi.org/10.1177/1094428107304534>.
- Smith, M. and R. Taffler (1992a). The chairman's report and corporate financial performance. *Accounting and Finance*, 32, 75–90.
- Soares, J. (2020). Análise das narrativas sobre o risco no preço das cotações das ações, Dissertação de Mestrado, Universidade de Aveiro.
- Srivastava, V. & Orzano, M. (2014). The S&P Europe 350® and Related Strategies: It's a Family Affair.
- Tahat, Y., Dunne, T., Fifield, S., & Power, D. (2019). Risk-related disclosure: a review of the literature and an agenda for future research. *Accounting Forum*, 43(2), 193–219. <https://doi.org/10.1080/01559982.2019.1584953>.

Tan, Y., Zeng, C. C., & Elshandidy, T. (2017). Risk disclosures, international orientation, and share price informativeness: Evidence from China. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 29, 81–102. <https://doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2017.08.002>.

Taylor, G., Tower, G. and Neilson, J. (2010), "Corporate communication of financial risk", *Accounting & Finance*, Vol. 50 No. 2, 417-446.

Yang, R., Yu, Y., Liu, M., & Wu, K. (2018, May 27). Corporate Risk Disclosure and Audit Fee: A Text Mining Approach. *European Accounting Review*. Routledge. <https://doi.org/10.1080/09638180.2017.1329660>.

Yuthas, K., Rogers, R., & Dillard, J. F. (2002), Communicative action and corporate annual reports. *Journal of Business Ethics*, 41(1-2), 141-157.