



LISBON
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT
UNIVERSIDADE DE LISBOA

MESTRADO EM
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

ENSAIO SOBRE A GESTÃO DE RESULTADOS E A
GESTÃO DE IMPRESSÕES

PEDRO ALMEIDA NEVES SAMPAYO RAMOS

OUTUBRO 2019

MESTRADO EM
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

ENSAIO SOBRE A GESTÃO DE RESULTADOS E A
GESTÃO DE IMPRESSÕES

PEDRO ALMEIDA NEVES SAMPAYO RAMOS

ORIENTAÇÃO:

PROFESSORA DOUTORA CRISTINA BELMIRA GAIO
MARTINS DA SILVA

PROFESSOR DOUTOR ALCINO TIAGO CRUZ GONÇALVES

OUTUBRO 2019

ABSTRACT

This research attempts to explore the relationship between Earnings Management and Impression Management. The study was conducted in the context of European Union listed companies, between 2012 and 2018, using a sample of 2.953 firms. Earnings Management is measured by discretionary accruals estimated using the Jones model (1991) modified by Dechow et al. (1995) and Kothari et al. (2005), and Impression Management is measured by annual report electronic file size as proxy for annual report readability. The results show a positive and significant relationship between the level of discretionary accruals and the annual report electronic file size meaning that information preparers attempt to obfuscate their own discretionary accounting choices making annual report readability more complex. Yet, this study shows that the obfuscation practice is significant when carried out by Small and Medium Enterprises, although Big Enterprises also tend to make their annual report readability more complex as the level of earnings management gets higher.

Keywords: Earnings Management, discretionary accruals, Impression Management, electronic file size, annual report, listed companies, European Union

RESUMO

Esta investigação procura explorar a associação entre a Gestão de Resultados e a Gestão de Impressões. O estudo foi conduzido no contexto das empresas cotadas da União Europeia, entre 2012 e 2018, sobre uma amostra de 2.953 empresas. A prática de Gestão de Resultados foi medida através dos *accruals* discricionários, estimados pelo modelo de Jones (1991) modificado por Dechow et al. (1995) e Kothari et al. (2005), e a prática de Gestão de Impressões através da complexidade dos relatórios anuais foi medida pelo respetivo tamanho do ficheiro eletrónico. Os resultados mostram uma associação positiva e significativa entre a intensidade dos *accruals* discricionários e o tamanho do ficheiro eletrónico do relatório anual, ou seja, argumenta-se que os preparadores da informação procuram ofuscar as escolhas contabilísticas discricionárias tornando os relatórios anuais mais complexos. Mostra-se, ainda, que a prática de ofuscação é significativa quando praticada pelas Pequenas e Médias Empresas, embora as Grandes Empresas também apresentem tendência para tornar os seus relatórios anuais mais complexos à medida que gerem os resultados com maior intensidade.

Palavras-chave: Gestão de Resultados, *accruals* discricionários, Gestão de Impressões, tamanho do ficheiro eletrónico, relatório anual, empresas cotadas, União Europeia

AGRADECIMENTOS

Aos meus orientadores, Professora Doutora Cristina Gaio e Professor Doutor Tiago Gonçalves, por todas as sugestões, orientações e incentivos, que determinaram o desenvolvimento deste trabalho. As páginas que se seguem refletem a minha tentativa de aproveitar a singularidade da sua orientação.

À Professora Doutora Inês Pinto, pela sua atenção ao meu percurso. A escolha académica que culmina com este trabalho foi largamente influência sua. Sem a sua intercedência, este trabalho não teria sido realizado.

À minha família, pelo apoio à minha formação académica. Foram eles que criaram e ofereceram as condições que me permitiram atingir este marco.

Por fim, e principalmente, à Leonor, figura central no meu percurso pessoal e académico, fonte da minha motivação e causa do meu esforço extraordinário, por me ter acompanhado e alavancado neste caminho.

ÍNDICE

ABSTRACT	i
RESUMO.....	ii
AGRADECIMENTOS	iii
LISTA DE TABELAS.....	v
ÍNDICE DE ANEXOS	vi
LISTA DE ABREVIATURAS.....	vii
1. Introdução.....	1
2. Revisão de Literatura.....	4
2.1 Gestão de Impressões.....	5
2.1.1 Teoria da Atribuição.....	6
2.1.2 Teoria da Agência.....	7
2.2 Hipótese da ofuscação.....	7
2.3 A Gestão de Resultados.....	9
2.4 A Gestão de Impressões e a Gestão de Resultados.....	10
3. Amostra e Metodologia de Investigação.....	12
3.1 Descrição da amostra.....	12
3.2 Medida de Complexidade dos Relatórios Anuais.....	13
3.3 Medida de Gestão de Resultados.....	16
3.4 Modelo Empírico.....	17
4. Resultados.....	20
4.1 Estatísticas Descritivas.....	20
4.2 Matriz de Correlação.....	22
4.3 Análise multivariada.....	25
4.4 Análise Adicional e de Robustez.....	27
4.4.1 O Sentido da Gestão de Resultados e a Gestão de Impressões.....	27
4.4.2 Influência dos Países e Indústrias Predominantes na Amostra.....	28
4.4.3 O Impacto da Categoria Empresarial na Associação entre a Gestão de Resultados e Gestão de Impressões.....	29
4.4.4 O impacto do reporte de lucro ou prejuízo operacional na associação entre a Gestão de Resultados e Gestão de Impressões.....	30
5. Conclusões.....	31
ANEXOS.....	40

LISTA DE TABELAS

Tabela I. Estatísticas Descritivas.....	22
Tabela II. Matriz de correlação de Pearson.....	24
Tabela III. Teste sobre a hipótese de investigação.	26

ÍNDICE DE ANEXOS

Anexo I. Decomposição da amostra por país.....	40
Anexo II. Decomposição da amostra por indústria.....	41
Anexo III. Tamanho médio do ficheiro eletrónico por país.	42
Anexo IV. Tamanho médio do ficheiro eletrónico por indústria.	42
Anexo V. Variance Inflation Factors.	43
Anexo VI. Resultados análise adicional - Sentido da GR.....	43
Anexo VII. Teste à igualdade de médias.	44
Anexo VIII. Resultados análise adicional - Influência País e Indústria.	44
Anexo IX. Resultados análise adicional - PME/GE.	45

LISTA DE ABREVIATURAS

CE – Comissão Europeia

CEO – *Chief Executive Officer*

GI – Gestão de Impressões

GE – Grandes Empresas

GR – Gestão de Resultados

IPO - *Initial Public Offering*

MD&A - *Management Discussion and Analysis*

PME – Pequenas e Médias Empresas

1. INTRODUÇÃO

À medida que as empresas cotadas alargam o âmbito das suas operações e estendem a sua presença geográfica, são alvo de uma maior atenção dos mercados e dos seus *stakeholders*, que requerem comunicação de informação específica e transparente. Essa necessidade e exigência de informação conferem aos meios de comunicação empresarial o estatuto de potenciais veículos de Gestão de Impressões¹ (GI), de que os gestores dispõem com o objetivo de gerir as perceções que o público constrói sobre a empresa (Clatworthy & Jones, 2006). De facto, a literatura tem estudado as comunicações dos gestores numa perspetiva de GI como tentativa de ofuscação ou reforço de informação (Merkl-Davies & Brennan, 2007).

A investigação empírica sobre a ofuscação de informação nos documentos financeiros tem incidido sobre a complexidade² das narrativas divulgadas pelos gestores. Li (2008) realizou uma investigação com o objetivo de compreender a relação entre a complexidade das narrativas divulgadas nos relatórios anuais e o desempenho financeiro das empresas, encontrando uma relação negativa entre a complexidade dos relatórios anuais e o nível dos resultados reportados. Bloomfield (2008) sugere duas explicações alternativas para a relação encontrada por Li (2008): a primeira aponta para o aumento da complexidade dos relatórios anuais como tentativa de ofuscação dos resultados por parte dos gestores, prática incluída no conceito de GI (Merkl-Davies & Brennan, 2007); a segunda coloca a possibilidade de as más notícias serem apenas inerentemente mais difíceis de comunicar, contextualizada como teoria

¹ Tradução do termo “*Impression Management*”, amplamente utilizado na literatura.

² Por falta de melhor termo para traduzir a expressão “*readability*”, universalizada na literatura, optou-se por utilizar “complexidade”, termo este que se adequa à essência científica da expressão inglesa.

PEDRO RAMOS
ENSAIO SOBRE A GESTÃO DE RESULTADOS E A GESTÃO DE IMPRESSÕES

ontológica. Ajina et al. (2016) e Lo et al. (2017) apresentam evidência de oportunismo da gestão, encontrando ambos uma relação positiva entre a prática de Gestão de Resultados (GR) e a complexidade das narrativas.

O estudo dos meios de distorção da realidade económica empresarial, como é o caso da GR e da GI, é de elevada importância para evitar a alocação ineficiente do capital, facto que prejudica a rentabilidade dos investimentos e, conseqüentemente, se impõe como um obstáculo à criação de valor (Davidson et al., 2004). Do mesmo modo, a relevância estende-se à atuação dos reguladores que, através da compreensão das estratégias de gestão da comunicação entre gestores e utilizadores da informação, obtêm orientações para estabelecer uma normalização da apresentação da informação mais eficaz na eliminação de assimetrias.

Nesse seguimento, com base numa amostra composta por 2.953 empresas de 24 países da Zona Euro, cujas observações correspondem ao período decorrido entre 2012 e 2018, esta investigação procura explorar a vertente oportunista sobre a divulgação de informação nos relatórios anuais, acrescentando ao corpo da literatura desta área de estudo recente e pouco explorada, uma análise sobre o impacto da GR na complexidade do relatório anual. Mais concretamente, estuda-se a associação entre a prática de GR através de *accruals* discricionários e a prática de GI através da ofuscação das escolhas contabilísticas discricionárias, considerando que todos os conteúdos divulgados são potenciais fatores de ofuscação. Para tal, utiliza-se o tamanho do ficheiro eletrónico dos relatórios anuais como *proxy* para a complexidade desses documentos financeiros, oferecendo-se uma medida alternativa aos criticados indicadores de complexidade de textos como o *Fog-Index* e o *Flesch Reading Ease Score* (Loughran & McDonald, 2014). Os *accruals* discricionários

foram estimados pelo modelo de Jones (1991) modificado por Dechow et al. (1995) e Kothari et al. (2005).

Os resultados do estudo sugerem que os gestores procuram ofuscar a intensidade com que gerem os resultados através da divulgação de relatórios anuais mais complexos, reforçando os trabalhos de Ajina (2016), Li (2008) e Lo (2017). Reporta-se uma relação de complementaridade entre as práticas de GR e GI, anteriormente apresentada por Aerts & Cheng (2011) e Godfrey et al. (2003), e que este estudo estende aos relatórios anuais enquanto veículo da gestão das impressões.

Adicionalmente, este estudo mostra que, apesar de as Grandes Empresas (GE) também demonstrarem tendência para tornar os seus relatórios anuais mais complexos à medida que praticam GR com maior intensidade, é no contexto das Pequenas e Médias Empresas (PME) que a prática de ofuscação da GR se apresenta significativa. Quanto ao sentido da GR, apesar de não se conseguir observar uma associação com a GI, o teste à igualdade de médias fornece evidência de que as empresas que geriram resultados com o objetivo de os aumentar, divulgaram relatórios anuais mais complexos do que as empresas que geriram resultados com foco na sua redução.

Este estudo decompõe-se em cinco secções: a primeira secção é a presente introdução, seguida da segunda secção onde se procedeu à revisão da literatura relevante sobre o tema estudado. Na terceira secção apresenta-se a amostra e descreve-se a metodologia utilizada para estudar a associação entre a prática de GI e GR. A quarta secção contém os resultados do estudo e a respetiva discussão. Por último, a quinta secção contém as conclusões e limitações do estudo bem como pistas para investigação futura.

2. REVISÃO DE LITERATURA

Anualmente (ou com periodicidade inferior), os gestores divulgam os relatórios financeiros que apresentam o desempenho económico e financeiro das empresas. Parte do relatório é constituído pelo conjunto das Demonstrações Financeiras e a outra parte por informação discricionária, que tem a pretensão de explicar e oferecer informação adicional à compreensão das Demonstrações Financeiras. Enquanto que as Demonstrações Financeiras abarcam informação quantitativa (auditada em alguns casos) e são apresentadas de acordo com orientações e normas de aplicação obrigatória, a informação discricionária pode ser apresentada sob a forma de narrativas, fotografias e grafismos, construídos com critérios definidos pela gestão, o que a torna suscetível de ser utilizada como ferramenta de ofuscação da realidade económica da empresa (Courtis, 1995). Contudo, apesar de existir um nível diferente de regulação, tanto as Demonstrações Financeiras como a informação discricionária são alvo de julgamento por parte dos gestores, o que lhes confere uma margem de gestão da informação em benefício próprio (Godfrey et al., 2003; Healy & Wahlen, 1999). De facto, apesar de os relatórios anuais serem considerados um meio de transmissão de informação que melhora o processo de tomada de decisão dos seus utilizadores, tem vindo a emergir uma perspetiva mais cética que os considera potenciais veículos de divulgação de informação enviesada com o objetivo de direcionar a reação dos seus utilizadores aos resultados da empresa (Merkl-Davies & Brennan, 2007).

A investigação sobre a informação discricionária apresenta duas escolas de pensamento. A primeira é a escola da informação incremental que se enquadra numa perspetiva informacional, ou seja, assume que a divulgação de informação discricionária visa

transpor a barreira das assimetrias de informação, fornecendo informação complementar e adicional, tendo como consequência última a redução do custo do capital (Baginski et al., 2000). A segunda é a escola da GI, que difere da anterior por considerar que a divulgação de informação discricionária é um meio para a prática de atos oportunistas a fim de satisfazer os interesses do órgão de gestão, e que resulta em assimetrias de informação entre os agentes internos e externos à empresa (Aerts, 2005; Godfrey et al., 2003).

Relativamente às Demonstrações Financeiras, a literatura unaninou o estudo com o conceito de GR, sobre o qual também se verificam duas linhas de pensamento, semelhantes às da informação discricionária. A primeira equivale à abordagem da informação incremental, em que se considera que a margem de discricionariedade presente na escolha dos números é fonte de informação privada que revela as expectativas futuras dos gestores sobre a empresa (Holthausen & Leftwich, 1983). A segunda representa a visão oportunista que assume a utilização da discricionariedade contabilística como um meio para os gestores prosseguirem os seus próprios interesses (Healy, 1985).

Esta investigação considera a perspetiva oportunista para ambas as práticas, por ser aquela que maior relevância apresenta nas investigações anteriores (Beneish, 2001; Brennan & Merkl-Davies, 2013).

2.1 Gestão de Impressões

O termo “Gestão de Impressões” surgiu na literatura científica por via do estudo da psicologia (Schlenker, 1980) e, mais tarde, ficou definido como o processo através do qual um indivíduo procura obter o controlo sobre a impressão que os outros formam sobre si (Leary & Kowalski, 1990). No contexto da divulgação contabilística, a GI efetiva-se através

da seleção do conteúdo e da forma da informação divulgada, com o intuito de influenciar a interpretação dos resultados por parte dos utilizadores da informação (Neu, 1991). O seu estudo tem sido abordado sob quatro perspetivas: psicológica, económica, sociológica e crítica. Verifica-se, na literatura, a predominância das perspetivas psicológica, assente na teoria da atribuição, e económica, explorada no contexto da teoria da agência (Merkl-Davies & Brennan, 2007).

2.1.1 Teoria da Atribuição

A teoria da atribuição define GI como uma prática oportunista, resultante de um processo cognitivo em que um indivíduo tenta recolher créditos pelo sucesso e nega as responsabilidades pelo insucesso alcançados (*self-serving bias*) (Knee & Zuckerman, 1996).

No contexto do relato financeiro, a atribuição é abordada de uma perspetiva egocêntrica que tem sido evidenciada de forma consistente (Bettman & Weitz, 1983; Clapham & Schwenk, 1991; Salancik & Meindl, 1984; Wagner & Gooding, 1997). Isto significa que os gestores tendem a atribuir a responsabilidade por bons resultados a si próprios ou a fatores internos à empresa (e.g., estratégia, decisões de gestão, recursos humanos, *know-how*, qualidade do produto/serviço) e a responsabilidade por maus resultados a fatores externos à empresa (e.g., conjuntura económica, inflação, ação política, flutuação das taxas de câmbio, catástrofes naturais) (Aerts, 2001; Aerts & Cheng, 2011; Clatworthy & Jones, 2003). Foca-se na análise das ações e eventos apresentados como justificação para o desempenho financeiro (Brennan & Merkl-Davies, 2013), assumindo que os gestores adotam o comportamento de atribuição de forma consciente, embora as investigações nesse âmbito

não sejam conclusivas (Clatworthy & Jones, 2006; Leary & Kowalski, 1990; Schlenker, 1980).

2.1.2 Teoria da Agência

A teoria da agência é a teoria predominante quando se estudam as comunicações dos órgãos de gestão e é transversal às duas escolas de pensamento sobre a divulgação de informação discricionária (Baiman, 1990).

A GI relaciona-se com a teoria da agência enquanto prática que visa enviar, intencionalmente, a informação contida no relatório (*reporting bias*) (Bowen et al., 2005) podendo ter diversas finalidades, entre as quais a maximização do pacote remuneratório dos gestores, com especial relevância em cenários que incluam opções sobre ações (Rutherford, 2003; Curtis, 2004a). O custo de agência associado à GI consiste na alocação ineficiente do capital, tal como se observa na maioria das situações que se enquadram nesta teoria (Davidson et al., 2004; Jensen & Meckling, 1976; Merkl-Davies & Brennan, 2007).

Na perspectiva de GI, a análise no contexto da teoria de agência incide sobre a ofuscação dos resultados, quer mediante o encobrimento dos resultados que não atingiram as expectativas, quer através da enfatização dos resultados que atingiram ou excederam as expectativas (Gioia et al., 2000).

2.2 Hipótese da ofuscação

A ofuscação é uma forma de escrita ou de apresentação de informação que mascara o conteúdo de uma mensagem. A informação pode ser ofuscada através da divulgação

deliberada de uma mensagem opaca ou da ocultação de factos e eventos indesejáveis, que procurem atenuar reações negativas (Courtis, 2004a).

Várias técnicas podem ser utilizadas para ofuscar os resultados. Li (2008) observou que as empresas com resultados inferiores tendem a emitir relatórios anuais com narrativas mais longas e complexas. Hyland (1998) argumenta que a secção dos relatórios anuais que contém a mensagem do CEO (*Chief Executive Officer*), pode ser alvo de um discurso retórico com recurso a termos linguísticos específicos que transmitam uma ideia de competência, fiabilidade, autoridade e honestidade sobre o CEO. Clatworthy & Jones (2001) observaram que a introdução da comunicação do presidente (que inclui uma referência aos resultados do ano) tende a ser de leitura mais fácil do que o restante texto da comunicação (que apresenta passagens sobre os problemas que a empresa enfrenta). Bowen et al. (2005) fornecem evidência da intenção de posicionar as boas notícias antes das más notícias. A conotação atribuída à narrativa que oferece informação adicional para auxiliar a previsão dos fluxos de caixa futuros, também tem sido apontada como elemento de ofuscação (Feldman et al., 2010; Schleicher & Walker, 2010). Outras vias de ofuscação passam pela gestão da impressão visual, por exemplo, realçando (*highlight*) partes do texto (Brennan et al., 2009), através da escolha da cor a apresentar nos relatórios e comunicados (Courtis, 2004b), ou até mesmo recorrendo a técnicas de morfologia linguística, como o uso da repetição, para reforçar determinados conteúdos (Davison, 2008).

Esta investigação foca-se na complexidade dos relatórios anuais, considerando não apenas as narrativas contabilísticas, mas todos os elementos divulgados como potenciais fatores de ofuscação. Analisa-se a quantidade de informação divulgada seguindo a linha de estudo exposta por Guay et al. (2016), que sugerem que os custos associados ao

processamento de documentos longos e complexos se presumem elevados, isto é, poderão ser mais difíceis de ler e compreender.

2.3 A *Gestão de Resultados*

A GR, na sua vertente oportunista, é uma área de investigação bem documentada. Davidson et al. (1987) definem GR como o processo de fazer escolhas deliberadas dentro dos princípios contabilísticos aplicáveis, com vista a atingir um determinado fim. Schipper (1989) qualifica esse fim como objetivo pessoal dos gestores (obtenção de um ganho privado) e estende a definição às decisões reais de investimento e financiamento, conferindo-lhe um carácter mais abrangente.

Existem duas vias pelas quais os gestores podem manifestar este comportamento: gestão dos *accruals* ou gestão das atividades reais (Roychowdhury, 2006). A gestão dos *accruals* é praticada por via dos conceitos económicos (sujeitos a estimativas e julgamentos) que não têm impacto direto nos fluxos de caixa da empresa (e.g. reconhecimento excessivo ou insuficiente de provisões, depreciações, imparidades). A gestão das atividades reais ocorre através de alterações nas decisões operacionais com impacto direto nos fluxos de caixa da empresa, podendo também produzir efeitos sobre os *accruals* (e.g. aumento temporário das vendas através de políticas agressivas de marketing, flutuações na atividade de investigação e desenvolvimento, sobreprodução de inventário) (Bens et al., 2002; Dechow & Sloan, 1991; Roychowdhury, 2006). Esta investigação explora a GR através da utilização discricionária dos *accruals*.

Os gestores adotam, geralmente, quatro estratégias em função dos seus objetivos. A primeira tem sido denominada por *big bath* e consiste na redução do resultado em relação ao

expectável, quando o resultado expectável se torna difícil de alcançar, criando reservas que possam ser utilizadas favoravelmente no futuro. A segunda é conhecida por *cookie jar* e também consiste na criação de reservas para o futuro por via da redução do resultado, mas perante um cenário em que o resultado ficará acima do previsto. A terceira denomina-se *bump-up* e é praticada quando a empresa está muito perto de atingir o resultado desejado, motivando o ajustamento do resultado de forma a cumprir o objetivo. A quarta intitula-se *earnings smoothing* e consiste no alisamento dos resultados quando as empresas se encontram numa fase estável do ciclo de negócio e os gestores pretendem disfarçar a volatilidade dos resultados (Upneja et al., 2008).

A investigação em GR sugere que os gestores manipulam os *accruals* de forma a evitar reportar perdas ou decréscimos dos resultados (Burgstahler & Dichev, 1997; Degeorge et al., 1999), a alisar os resultados com vista a reportar crescimentos estáveis ao longo do tempo (Myers et al., 2007), a aumentar os resultados antes de uma emissão de ações (Rangan, 1998; Teoh et al., 1998), a evitarem ou libertarem-se dos efeitos das cláusulas de incumprimento dos empréstimos (DeFond & Jiambalvo, 1994; Franz et al., 2014), a transmitir a perceção de que as melhorias no desempenho foram provocadas pela troca do CEO (Ali & Zhang, 2015; DeAngelo, 1988; Pourciau, 1993; Strong & Meyer, 1987), a ir de encontro com as previsões dos resultados (Kasznik, 1999), entre outras.

2.4 A Gestão de Impressões e a Gestão de Resultados

No final de cada período de relato, os gestores preparam as Demonstrações Financeiras e, posteriormente, elaboram o relatório que visa transmitir aos utilizadores da informação a perspetiva interna sobre os resultados que reportam. Enquanto veículos dessa

PEDRO RAMOS
ENSAIO SOBRE A GESTÃO DE RESULTADOS E A GESTÃO DE IMPRESSÕES

comunicação, os relatórios anuais emitidos pelas empresas são alvo das duas práticas. A GR surge na fase de preparação das Demonstrações Financeiras, enquanto que a GI se verifica na preparação das restantes componentes dos documentos financeiros (Neu et al., 1998).

A GI e a GR representam diferentes processos de gestão de perceções, possivelmente determinados por diferentes fatores e direcionados a públicos diferentes, mas suscetíveis de se verificarem em simultâneo (Guillamón-Saorín & Osma, 2010). Deste modo, a GI pode integrar a estratégia de gestão das perceções como um complemento ou um substituto da GR. A investigação que procura compreender a associação entre a GR e a GI é recente e, por isso, ainda pouco explorada. No contexto dos grafismos, Godfrey et al. (2003) observaram que, um ano após a troca de CEO, as empresas tendem a praticar GR no sentido ascendente e a complementar essa prática com a apresentação no relatório anual de gráficos com os indicadores-chave mais favoráveis ao desempenho da empresa. Já Aerts & Cheng (2011) verificaram também uma relação de complementaridade, mas desta vez com a GI a ser praticada através do comportamento de atribuição, tendo em vista a atração de subscritores para as IPO.

No que respeita à complexidade dos documentos financeiros, a hipótese da ofuscação sugere que, quando existem más notícias para divulgar, os preparadores da informação financeira tendam a reduzir a clareza dos relatórios, tornando-os menos transparentes (Rutherford, 2003). Ao nível dos relatórios anuais, Li (2008) encontrou uma associação negativa e significativa entre a persistência dos resultados e a complexidade das narrativas, apresentando evidência estatística de que os gestores recorrem a um maior número de palavras e a palavras mais complexas quando têm resultados menos persistentes para divulgar.

Ao nível da GR, Ajina et al. (2016) verificaram uma associação positiva entre a complexidade das narrativas e a intensidade da GR. Lo et al. (2017) observaram que as empresas que apresentam uma maior probabilidade de terem gerido os resultados, reportam relatórios com a secção *Management Discussion and Analysis (MD&A)* mais complexa. Enquanto que Ajina et al. (2016) investigam todo o relatório anual e Lo et al. (2017) focam-se na secção *MD&A*, Li (2008) apresenta resultados para ambos, encontrando uma forte correlação positiva e significativa entre a complexidade da secção *MD&A* e a complexidade de todo o relatório anual. Assim, a hipótese proposta por esta investigação assenta no estudo da associação entre as práticas de GR e GI, sugerindo uma relação de complementaridade:

H1: A complexidade do relatório anual está positivamente associada ao nível de *accruals* discricionários apresentado pela empresa.

3. AMOSTRA E METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO

3.1 Descrição da amostra

A amostra que serve de base à inferência dos resultados desta investigação foi extraída da base de dados Amadeus de Bureau Van Dijk no mês de agosto de 2019.

Para recolher a amostra, seleccionaram-se todas as empresas cotadas da Zona Euro (UE28), excluindo-se as empresas pertencentes aos setores financeiro e administração pública, devido às especificidades contabilísticas e regulamentares (Ajina et al., 2016; Lo et al., 2017; Roychowdhury, 2006). Foram também excluídas todas as empresas-ano com disponibilidade insuficiente de dados para o cálculo da métrica de GR e/ou ausência de submissão do relatório anual na base de dados.

Removeram-se os dados correspondentes aos países e indústrias com menos de 8 observações, mantendo-se todas as indústrias previamente selecionadas, mas excluindo-se as observações referentes a Chipre, Estónia, Lituânia e Malta. Por último, procurou-se evitar os efeitos de possíveis *outliers* eliminando da amostra todos os dados localizados abaixo do percentil 1 e acima do percentil 99 das variáveis em causa.

Deste processo resultou uma amostra composta por 2.953 empresas cotadas, sediadas em 24 Estados Membros da União Europeia. O período de análise corresponde aos 7 anos decorridos entre 2012 e 2018, resultando num total de 13.020 observações empresa-ano.

O Anexo I apresenta a composição da amostra por país. Mais de metade da amostra é constituída por empresas sediadas no Reino Unido e França com uma representatividade de 29,99% e 18,92%, respetivamente, seguindo-se a Alemanha com uma presença de 12,51%. No que respeita à distribuição por setor/indústria, o Anexo II revela uma predominância das indústrias **M. Professional, scientific and technical activities** (27,56%), **C. Manufacturing** (24,85%) e **J. Information and communication** (12,50%), entre as 17 indústrias que compõem a amostra.

3.2 Medida de Complexidade dos Relatórios Anuais

Ajina et al. (2016), Li (2008) e Lo et al. (2017) recorrem ao *Fog-Index* enquanto métrica para quantificar a complexidade das narrativas dos relatórios anuais, argumentando que tem vindo a tornar-se um indicador amplamente utilizado no contexto financeiro. No entanto, são várias as críticas de que tem sido alvo.

O *Fog-Index* é um indicador composto por uma combinação linear da extensão média das frases e da proporção de palavras complexas, construído para avaliar qualquer tipo de

prosa. Loughran & McDonald (2014) argumentam que este indicador não é apropriado para medir a complexidade de documentos financeiros. Por um lado, a identificação de frases é pouco eficaz dado que os documentos financeiros apresentam listas, epígrafes, estruturas narrativas peculiares, abreviaturas e um conjunto de outras particularidades, que dificultam a identificação computadorizada da pontuação que permite identificar o início e o fim de cada frase. Por outro, as palavras complexas são de utilização frequente nas narrativas contabilísticas (o *Fog-Index* considera que palavras complexas são todas as palavras compostas por três ou mais sílabas, no contexto da língua inglesa). Loughran & McDonald (2014) referem que um vasto leque de palavras como *company*, *corporation*, *operations* e *management*, têm uma elevada ocorrência nos documentos financeiros e não desafiam a capacidade de os utilizadores da informação as compreenderem.

Loughran & McDonald (2014) defendem que as características específicas dos documentos financeiros invalidam a utilização do *Fog-Index* enquanto métrica absoluta da complexidade dos documentos financeiros e pode não ser fiável enquanto métrica de complexidade relativa. Em alternativa ao *Fog-Index*, para quantificar a complexidade dos documentos financeiros, sugerem a utilização do tamanho do ficheiro eletrónico. Esta sugestão procura contornar as críticas atribuídas ao *Fog-Index* (críticas que são extensíveis aos outros indicadores de complexidade das narrativas, como é o caso do popular *Flesch Reading Ease Score*, utilizado com frequência na literatura e cuja fórmula de cálculo assenta nos mesmos princípios que o *Fog-Index*). O argumento deriva da evidência sobre uma amostra de documentos 10-K, em que o tamanho do ficheiro eletrónico se apresenta correlacionado com várias métricas alternativas de complexidade das narrativas, bem como com o próprio *Fog-Index*.

PEDRO RAMOS
ENSAIO SOBRE A GESTÃO DE RESULTADOS E A GESTÃO DE IMPRESSÕES

De acordo com a definição de Dale & Chall (1948), considerada por Tekfi (1987) como a definição clássica e por DuBay (2007) como a mais abrangente, *readability* inclui todos os elementos incluídos num documento impresso, que afetam a sua compreensão. Esta definição permite estender aos relatórios anuais a utilização do tamanho do ficheiro eletrónico enquanto métrica de complexidade dos documentos financeiros, uma vez que elementos como gráficos e imagens (divulgados frequentemente nos relatórios anuais e excluídos de divulgação nos documentos 10-K) estão incluídos no conceito subjacente à utilização da métrica.

A informação discricionária, sendo voluntária, será divulgada (a) caso seja pretendida *a priori* pelos investidores, cenário em que as empresas serão incentivadas a divulgar a mesma quantidade de informação, sendo de esperar que os relatórios anuais não apresentem tamanhos dos ficheiros eletrónicos significativamente diferentes; ou, (b) porque os gestores pretendem ocultar ou ofuscar qualquer realidade, cenário em que será de esperar diferenças significativas nos tamanhos dos ficheiros eletrónicos, visto que o conteúdo e a forma dos relatórios anuais terão de ser selecionados com um propósito diferente do de servir os investidores com a informação por eles pretendida. Deste modo, os conteúdos adicionais divulgados voluntariamente nos relatórios anuais também terão um papel a desempenhar na ofuscação das más notícias tal como defendido por Loughran & McDonald (2014), contribuindo para determinar a complexidade dos relatórios anuais.

Assim, nesta investigação segue-se a proposta de Loughran & McDonald (2014) e de Guay et al. (2016) e utiliza-se o tamanho do ficheiro eletrónico como medida da complexidade dos relatórios anuais.

3.3 Medida de Gestão de Resultados

De modo a captar a prática de GR, utilizou-se o modelo de Jones (1991) modificado por Dechow (1995) e por Kothari (2005). Este modelo apresenta-se como uma ferramenta de cálculo dos *accruals* discricionários, partindo do cálculo do total dos *accruals* e destacando-os dos *accruals* não discricionários (Jones, 1991). A modificação de Dechow (1995) consiste em ajustar o reconhecimento dos rendimentos à variação das contas a receber, assumindo que toda a variação das contas a receber resulta da GR. A modificação proposta por Kothari (2005) visa controlar o impacto da performance da empresa no cálculo dos *accruals* discricionários, através da inclusão no modelo da rendibilidade dos ativos. Todas as variáveis são relativizadas pelo total do ativo no início do ano com o objetivo de reduzir a presença de heterocedasticidade nos resíduos. Assim, estimou-se para cada uma das 17 indústrias o modelo enunciado na equação 1, em que: $TAcc_{i,t}$: Total dos *accruals*; $\Delta REV_{i,t}$: Variação nas vendas da empresa *i* do ano *t-1* para o ano *t*; $\Delta AR_{i,t}$: Variação nas contas a receber da empresa *i* do ano *t-1* para o ano *t*; $PPE_{i,t}$: Ativo Fixo Tangível da empresa *i* no ano *t*; $ROA_{i,t}$: Rendibilidade dos ativos da empresa *i* no ano *t*, enquanto quociente entre resultado líquido e ativo; $TA_{i,t-1}$: Ativo Total da empresa *i* no ano *t-1*.

$$(1) \quad \frac{TAcc_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{TA_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta AR_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right) + \beta_4 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

O total dos *accruals* ($TAcc_{i,t}$) foi calculado de acordo com o modelo do balanço apresentado na equação 2, em que: $\Delta CA_{i,t}$: Variação no ativo corrente da empresa *i* do ano *t-1* para o ano *t*; $\Delta CL_{i,t}$: Variação no passivo corrente da empresa *i* do ano *t-1* para o ano *t*; $\Delta Cash_{i,t}$: Variação na caixa e equivalentes de caixa da empresa *i* do ano *t-1* para o ano *t*;

$\Delta Debtst_{i,t}$: Variação na dívida de curto prazo da empresa i do ano $t-1$ para o ano t ; $Dep_{i,t}$: Depreciações e amortizações da empresa i no ano t .

$$(2) \quad TA_{i,t} = \Delta CA_{i,t} - \Delta CL_{i,t} - \Delta Cash_{i,t} + \Delta Debtst_{i,t} - Dep_{i,t}$$

O sentido da GR (ascendente ou descendente) é dado pelo valor dos erros de previsão ($\varepsilon_{i,t}$) obtidos na estimação do total dos *accruals* através da equação 1. Já a intensidade da GR é revelada pelo valor absoluto dos erros de previsão ($|\varepsilon_{i,t}|$).

3.4 Modelo Empírico

Este estudo tem como objetivo analisar a associação entre a prática de GR e a prática de GI através da complexidade do relatório anual. De forma a inferir sobre essa associação, estimou-se o seguinte modelo:

$$(3) \quad \ln FileSize_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GR_{i,t} + \beta_2 \ln Size_{i,t} + \beta_3 MTB_{i,t} + \beta_4 FirmAge_{i,t} + \\ + \beta_5 SpecItems_{i,t} + \beta_6 EarnVol_{i,t} + \beta_7 RetVol_{i,t} + \beta_8 \ln NItems_{i,t} + \\ + \sum Industry_{i,t} + \sum Country_{i,t} + \sum Year_i + \varepsilon_{i,t}$$

A variável dependente $\ln FileSize_{i,t}$ representa o logaritmo natural do tamanho do ficheiro eletrónico do relatório anual correspondente a cada observação empresa-ano, cujos valores foram extraídos da base de dados Amadeus de Bureau Van Dijk, ao longo do mesmo período de recolha dos restantes dados³.

³ Sempre que uma empresa tiver submetido mais do que um relatório anual por período de relato, assumiu-se como tamanho do ficheiro eletrónico desse período de relato o valor que correspondesse ao maior de entre os relatórios anuais submetidos nesse mesmo período. Esta escolha não ignora nenhum elemento que tenha sido divulgado, sendo coerente com a teorização

A variável independente de interesse $GR_{i,t}$ representa a GR por *accruals* que assume a designação $ABS_DACC_{i,t}$ quando o foco da análise é a intensidade da GR e a designação $DACC_{i,t}$ quando a análise recai sobre o sentido da GR (ascendente ou descendente).

A lista de variáveis de controlo deriva do modelo utilizado por Li (2008) e, posteriormente, por Lo et al. (2017), ajustado da informação disponível na base de dados Amadeus de Bureau Van Dijk.

A variável $lnSize_{i,t}$ (logaritmo natural do valor de mercado do capital próprio) representa a dimensão da empresa, sendo de esperar que empresas de maior dimensão possuam operações mais complexas e custos políticos mais elevados, levando os gestores a divulgar mais informação e, conseqüentemente, relatórios anuais com maior tamanho do respetivo ficheiro eletrónico.

A variável $MTB_{i,t}$ (valor de mercado do capital próprio mais valor contabilístico do passivo a dividir pelo valor do ativo) visa controlar o impacto das oportunidades de crescimento da empresa, presumindo-se que empresas com mais oportunidades de crescimento irão divulgar relatórios anuais com mais informação de forma a colmatar a incerteza associada aos seus modelos de negócio.

A variável $FirmAge_{i,t}$ (diferença entre o ano da observação e o ano de incorporação da empresa) introduz no modelo o possível efeito da antiguidade da empresa na complexidade do relatório anual. Por um lado, empresas com maior antiguidade poderão apresentar maior diversidade ou investimento nas suas atividades, levando à divulgação de

de Dale & Chall (1948) que defende que todos os elementos incluídos no relatório anual contribuem para aumentar a complexidade da sua compreensão.

PEDRO RAMOS
ENSAIO SOBRE A GESTÃO DE RESULTADOS E A GESTÃO DE IMPRESSÕES

relatórios anuais mais complexos. Por outro, se os utilizadores da informação estiverem familiarizados e possuírem informação mais precisa sobre o modelo de negócio das empresas mais antigas, então será de esperar que essas empresas divulguem relatórios anuais menos complexos.

A variável $SpecItems_{i,t}$ (variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa reportou *Extraordinary and other P/L* e 0, caso contrário) procura controlar o efeito do acontecimento de eventos extraordinários que carecem de explicação no relatório anual, esperando-se que, quando se verificarem, contribuam para o aumento do tamanho do ficheiro eletrónico.

As variáveis $EarnVol_{i,t}$ (desvio-padrão do resultado operacional nos últimos 3 anos de relato a dividir pelo ativo) e $RetVol_{i,t}$ (desvio-padrão do retorno mensal da ação nos últimos 12 meses) procuram captar a volatilidade do negócio e das operações que poderá tornar a comunicação mais complexa e extensa, uma vez que a diminuição na previsibilidade dos resultados associada ao aumento da volatilidade (Dichev & Tang, 2009) levará os utilizadores da informação a exigir explicações adicionais de modo a reduzir a incerteza.

A complexidade financeira da empresa é considerada pela variável $lnNitems_{i,t}$, cuja métrica é o logaritmo natural do número de itens divulgados de acordo com o *Global Standard Format*, disponível na base de dados Amadeus de Bureau Van Dijk, sendo de esperar que as empresas que divulgam mais itens nas Demonstrações Financeiras, apresentem relatórios anuais mais complexos e extensos.

Por fim, utilizou-se como controlo para efeitos fixos a variável $Industry_{i,t}$, que reflete o impacto das exigências de informação específicas de cada setor, a variável $Country_{i,t}$, introduzida com o objetivo de controlar fatores institucionais (não considerados

por Li (2008) nem Lo et al. (2017)), devido a amostra deste estudo conter observações de empresas sediadas em diversos países, e a variável $Year_{i,t}$, que pretende controlar os efeitos específicos de cada ano no tamanho do ficheiro eletrónico dos relatórios anuais.

O modelo de regressão linear múltipla foi estimado pelo método dos mínimos quadrados (Pooled OLS). Tal como Li (2008) e Lo et al. (2017), utilizou-se a opção *clustered robust* por indústria⁴ para estimar os desvios-padrão, uma vez que a complexidade dos relatórios anuais pode estar correlacionada entre indústrias.

4. RESULTADOS

4.1 Estatísticas Descritivas

O tamanho médio do ficheiro eletrónico dos relatórios anuais que compõem a amostra é de 3.573,85 KB ($e^{8,1814}$), tal como apresenta a Tabela I. Os ficheiros eletrónicos considerados na amostra apresentam um coeficiente de variação para o seu tamanho de 1,03, com o maior ficheiro eletrónico a ser 17,36 vezes maior do que o ficheiro eletrónico médio e o menor ficheiro eletrónico a ser 32,19 vezes menor do que o ficheiro eletrónico médio.

As diferenças entre o tamanho médio dos ficheiros eletrónicos por país e por indústria são apresentadas no Anexo III e Anexo IV, respetivamente. Observa-se a predominância dos países da Europa Centro-Oriental e da Europa Meridional ou do Sul, entre os países com o maior ficheiro eletrónico médio. Os países da Europa Setentrional e da Europa Ocidental destacam-se como os países com menor ficheiro eletrónico médio. São exceções o Luxemburgo e a Letónia, que se encontram entre os países com menor representatividade na

⁴ As indústrias foram classificadas de acordo com NACERev.2MainSection.

amostra, e a Grécia e Eslovénia, possivelmente por fatores inerentes ao próprio país. Relativamente à distribuição por indústria, as categorias *D. Electricity, gas, steam and air conditioning supply* e *F. Construction* são as que apresentam ficheiros eletrónicos com maior tamanho médio, por oposição às categorias *P. Education* e *A. Agriculture, forestry and fishing*. Estas observações, relativas à distribuição por indústria, são compatíveis com as observações de Li (2008), no contexto desta investigação⁵.

A média dos *accruals* discricionários observados na amostra tem sinal positivo (0,0013) o que significa que, em média, as empresas da amostra praticaram GR com o objetivo de aumentar os resultados. Quanto à intensidade da GR, a média da amostra é de 0,1276, valor inferior ao verificado por Ajina et al. (2016).

A Tabela I indica que as empresas incluídas na amostra têm um valor de mercado médio do capital próprio de 145.509,987 milhares de euros ($e^{11,888}$), um rácio *Market-to-Book* médio de 1,6377 e um período de existência médio de aproximadamente 35 anos. A divulgação de *Extraordinary and other P/L, proxy* para eventos extraordinários, ocorreu em 28,49% das observações da amostra. A volatilidade média dos resultados operacionais dos últimos 3 anos, divididos pelo total do ativo, é de 4,21% e do retorno mensal das ações nos últimos doze meses de 10,07%. Finalmente, dos 37 itens listados pela *Global Standard Format*, correspondentes à Demonstração da Posição Financeira e à Demonstração dos Resultados, as empresas-ano consideradas na amostra apresentam, em média, divulgação de informação financeira em 33 deles ($e^{3,4944}$).

⁵ Li (2008) não reporta uma tabela completa com a posição relativa de cada indústria em relação à complexidade média dos relatórios anuais. Apresenta apenas as cinco indústrias com maior e as cinco indústrias com menor *Fog-Index* e número de palavras nos respetivos relatórios anuais.

PEDRO RAMOS
 ENSAIO SOBRE A GESTÃO DE RESULTADOS E A GESTÃO DE IMPRESSÕES

Tabela I. Estatísticas Descritivas

Variável	N	Média	Mediana	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
lnFileSize	13.020	8,1814	3,870	0,9173	4,7095	11,4251
ABS_DACC	13.020	0,1276	0,0703	0,2448	0,000006	13,2944
DACC	13.020	0,0013	0,0265	0,2761	-8,5775	13,2944
lnSize	13.020	11,888	11,6724	2,4343	3,4012	19,0304
MTB	13.020	1,6377	1,2645	1,1328	0,4362	8,8677
FirmAge	13.020	35,3475	25	29,8492	3	147
SpecItems	13.020	0,2849	0	0,4514	0	1
EarnVol	13.020	0,0421	0,0198	0,0737	0,0001	1,9388
RetVol	13.020	0,1007	0,0773	0,1142	0	5,9680
lnNItems	13.020	3,4944	3,4965	0,0547	3,2581	3,6109

Definição das variáveis: **lnFileSize** logaritmo natural do tamanho do ficheiro eletrónico correspondente a cada relatório anual, em Kilo-Bytes (KB); **ABS_DACC** valor absoluto dos *accruals* discricionários totais; **DACC** valor dos *accruals* discricionários totais; **lnSize** logaritmo natural do valor de mercado do capital próprio (*market value of equity*) a 31/dez/n (em milhares de euros); **MTB** valor de mercado do capital próprio mais valor contabilístico do passivo a dividir pelo valor contabilístico do ativo; **FirmAge** diferença entre o ano da observação e o ano de incorporação da empresa; **SpecItems** variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa reportou *Extraordinary and other P/L* e 0, caso contrário; **EarnVol** desvio-padrão do resultado operacional (*operating earnings/EBIT*) nos últimos 3 anos de relato a dividir pelo total do ativo; **RetVol** desvio-padrão do retorno mensal da ação nos últimos 12 meses; **lnNItems** logaritmo natural do número de itens divulgados de acordo com Global Standard Format.

4.2 Matriz de Correlação

A matriz de correlação apresentada na Tabela II evidencia uma correlação negativa e significativa (valor-p < 0,01) entre a medida de GI (lnFileSize) e o valor absoluto dos *accruals* discricionários (ABS_DACC), não sustentando a relação de complementaridade esperada. Contudo, o valor do coeficiente de correlação (-0,0727) é reduzido não apresentando, por isso, poder explicativo relevante para concluir sobre a associação entre as duas práticas. A correlação entre o tamanho do ficheiro eletrónico (lnFileSize) e a medida de GR com sinal (DACC) sugere uma associação positiva, mas com um valor do coeficiente de correlação igualmente reduzido (0,0616). Na secção seguinte apresenta-se a análise multivariada cujo poder explicativo se revela superior.

O tamanho do ficheiro eletrónico dos relatórios anuais (*lnFileSize*) apresenta-se positivamente correlacionado com a dimensão da empresa (*lnSize*) e as oportunidades de crescimento (*MTB*), com a mesma relação a ser verificada por Li (2008) para ambas as variáveis⁶, e por Lo et al. (2017) para a variável *MTB*, relativamente ao indicador *Fog-Index* (utilizado por ambos os autores como *proxy* para a complexidade dos documentos financeiros). Tal como em Lo et al. (2017), as variáveis *FirmAge* e *SpecItems* apresentam uma correlação positiva com a variável dependente. Quanto às medidas de volatilidade, quer a variável *EarnVol*, quer a *RetVol* apresentam correlação negativa, contrariamente a Lo et al. (2017). As variáveis *MTB* e *lnNItems* não apresentam significância estatística quanto à sua correlação com a variável dependente, enquanto que, no estudo de Lo et al. (2017), apenas a variável *lnNItems* não possui significância.

De forma geral, os resultados apresentados na Tabela II não permitem estabelecer uma relação inequívoca entre as empresas que praticam GR e a complexidade dos relatórios anuais que divulgam. As empresas de maior dimensão tendem a emitir relatórios anuais mais complexos, bem como as empresas com maior antiguidade e as empresas que verificam a ocorrência de eventos extraordinários. Apesar de contraintuitiva, a análise das correlações das volatilidades, quer dos resultados operacionais quer dos retornos das ações, sugere que as empresas que verificam volatilidades superiores, tendem a emitir relatórios anuais menos complexos.

O coeficiente de correlação mais elevado apresenta o valor de 0,5104 e verifica-se entre as variáveis *lnNItems* e *SpecItems*, o que permitirá assumir a não existência de multico-

⁶ (Li, 2008) não apresenta uma matriz de correlação extensiva, não sendo possível comparar todos os coeficientes de correlação apresentados neste estudo.

PEDRO RAMOS
 ENSAIO SOBRE A GESTÃO DE RESULTADOS E A GESTÃO DE IMPRESSÕES

-linearidade entre as variáveis. De forma a aumentar a segurança sobre a ausência de multicolinearidade, calculou-se os *Variance Inflation Factors* (VIF), confirmando-se, para todas as variáveis, valores inferiores a 10 (Anexo V).

Tabela II. Matriz de correlação de Pearson

	lnFileSize	ABS_DACC	DACC	lnSize	MTB	FirmAge	SpecItems	EarnVol	RetVol	lnNItems
lnFileSize	1									
ABS_DACC	-0,0727***	1								
DACC	0,0616***	-0,0517***	1							
lnSize	0,3631***	-0,1673***	0,1234***	1						
MTB	0,0032	0,2137***	-0,0238***	0,1754***	1					
FirmAge	0,0925***	-0,1306***	0,0822***	0,1994***	-0,1315***	1				
SpecItems	0,0363***	-0,0887***	-0,004	0,1187***	-0,1439***	0,0761***	1			
EarnVol	-0,1380***	0,4568***	-0,1956***	-0,2472***	0,1855***	-0,1650***	-0,0924***	1		
RetVol	-0,0846***	0,1720***	-0,1035***	-0,2545***	0,0276***	-0,1136***	-0,0277***	0,2268***	1	
lnNItems	0,0046	-0,1160***	0,0068	0,0859***	-0,1315***	0,0874***	0,5104***	-0,1441***	-0,0152*	1

Definição das variáveis: **lnFileSize** logaritmo natural do tamanho do ficheiro eletrónico correspondente a cada relatório anual, em Kilo-Bytes (KB); **ABS_DACC** valor absoluto dos *accruals* discricionários totais; **DACC** valor dos *accruals* discricionários totais; **lnSize** logaritmo natural do valor de mercado do capital próprio (*market value of equity*) a 31/dez/n (em milhares de euros); **MTB** valor de mercado do capital próprio mais valor contabilístico do passivo a dividir pelo valor contabilístico do ativo; **FirmAge** diferença entre o ano da observação e o ano de incorporação da empresa; **SpecItems** variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa reportou *Extraordinary and other P/L* e 0, caso contrário; **EarnVol** desvio-padrão do resultado operacional (*operating earnings/EBIT*) nos últimos 3 anos de relato a dividir pelo total do ativo; **RetVol** desvio-padrão do retorno mensal da ação nos últimos 12 meses; **lnNItems** logaritmo natural do número de itens divulgados de acordo com Global Standard Format.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

4.3 *Análise multivariada*

A Tabela III apresenta os resultados do modelo de regressão linear múltipla que pretende inferir sobre a associação entre a GR e a complexidade dos relatórios anuais. A regressão (1) analisa a GR quanto à sua intensidade e a regressão (2) quanto ao seu sentido (ascendente ou descendente).

Analisando a regressão (1), verifica-se um coeficiente positivo e estatisticamente significativo (valor-p < 0,05) da variável ABS_DACC. O modelo sugere assim que, quanto maior for a intensidade com que as empresas gerem os seus resultados, maior será o tamanho do ficheiro eletrónico do relatório anual, ou seja, maior a sua complexidade. Este resultado sustenta que as empresas praticam GR através de *accruals* e GI através da gestão da complexidade dos relatórios anuais numa relação de complementaridade, ou seja, é indicativo da divulgação de relatórios anuais com mais conteúdo como tentativa de ofuscação das escolhas contabilísticas discricionárias. Esta evidência concorda com a apresentada por Aerts & Cheng (2011) e Godfrey et al. (2003), que observaram ambos a mesma relação entre as duas práticas. A nível da complexidade das narrativas, Ajina et al. (2016) e Lo et al. (2017) verificaram que as empresas que praticam GR, tendem a dificultar a sua leitura, sustentando também a relação de complementaridade. Conclui-se pela não rejeição da hipótese em estudo.

Com a exceção das variáveis MTB e EarnVol, todas as variáveis de controlo apresentam sinal positivo (como esperado). Lo et al. (2017) também apresentam um coeficiente negativo e com significância estatística para a variável EarnVol, contrariamente à sua previsão. A dimensão da empresa, as oportunidades de crescimento, a volatilidade dos

PEDRO RAMOS
 ENSAIO SOBRE A GESTÃO DE RESULTADOS E A GESTÃO DE IMPRESSÕES

resultados operacionais e a volatilidade dos retornos da ação apresentam significância estatística, estabelecendo-se como determinantes não-estratégicos da complexidade dos relatórios anuais.

A análise à regressão (2) não oferece qualquer evidência de associação entre o tamanho do ficheiro eletrónico (lnFileSize) e a medida de GR com sinal (ascendente ou descendente), uma vez que não foi encontrada significância estatística para o coeficiente estimado.

Tabela III. Teste sobre a hipótese de investigação.

lnFileSize			lnFileSize		
Variáveis	Sinal esperado	(1)	Variáveis	Sinal esperado	(2)
ABS_DACC	+	0,0380** (2,487)	DACC	+	-0,0340 (-1,127)
lnSize	+	0,1513*** (21,935)	lnSize	+	0,0000*** (21,534)
MTB	+	-0,0368*** (-3,836)	MTB	+	-0,0356*** (-3,765)
FirmAge	?	0,0001 (0,304)	FirmAge	?	0,0001 (0,306)
SpecItems	+	0,0179 (0,652)	SpecItems	+	0,0173 (0,633)
EarnVol	+	-0,3613*** (-5,015)	EarnVol	+	-0,3310*** (-4,343)
RetVol	+	0,1833* (1,929)	RetVol	+	0,1845* (1,926)
lnNItems	+	0,5578 (1,597)	lnNItems	+	0,5533 (1,588)
Indústria		Sim	Indústria		Sim
Ano		Sim	Ano		Sim
País		Sim	País		Sim
Observações		13.020	Observações		13.020
R-squared		0,2416	R-squared		0,2416

Definição das variáveis: **lnFileSize** logaritmo natural do tamanho do ficheiro eletrónico correspondente a cada relatório anual, em Kilo-Bytes (KB); **ABS_DACC** valor absoluto dos *accruals* discricionários totais; **DACC** valor dos *accruals* discricionários totais; **lnSize** logaritmo natural do valor de mercado do capital próprio (market value of equity) a 31/dez/n (em milhares de euros); **MTB** valor de mercado do capital próprio mais valor contabilístico do passivo a dividir pelo valor contabilístico do ativo; **FirmAge** diferença entre o ano da observação e o ano de incorporação da empresa; **SpecItems** variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa reportou *Extraordinary and other P/L* e 0, caso contrário; **EarnVol** desvio-padrão do resultado operacional (operating earnings/EBIT) nos últimos 3 anos de relato a dividir pelo total do ativo; **RetVol** desvio-padrão do retorno mensal da ação nos últimos 12 meses; **lnNItems** logaritmo natural do número de itens divulgados de acordo com Global Standard Format.

(1) e (2) – Pooled OLS

As estatísticas do teste t entre parêntesis foram calculadas com base nos desvios-padrão resultantes da aplicação da opção *clustered robust* do Stata por indústria. As indústrias foram classificadas de acordo com NACERev.2MainSection.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

4.4 Análise Adicional e de Robustez

4.4.1 O Sentido da Gestão de Resultados e a Gestão de Impressões

Com o objetivo de aprofundar a investigação sobre a associação entre a GI e a GR, estendeu-se a análise principal a outros modelos.

Estimaram-se dois modelos para estudar, isoladamente, a associação entre a GR no sentido ascendente e a GR no sentido descendente e a complexidade dos relatórios anuais. Os resultados dos modelos encontram-se no Anexo VI. A regressão (3), que estuda a GR com sentido ascendente, apresenta um coeficiente positivo mas sem significância estatística para a variável DACC. A regressão (4) apresenta um coeficiente também positivo e igualmente sem significância estatística. Esta análise reforça a relação de complementaridade entre a GR e a GI, embora o poder explicativo do sentido em que os resultados são geridos seja fraco.

Podendo estar na origem deste resultado a não linearidade da relação entre as variáveis, e de forma a estender a análise já efectuada, realizou-se o teste à igualdade de médias do tamanho do ficheiro eletrónico dos relatórios anuais entre as empresas que geriram os resultados no sentido ascendente e as que geriram no sentido descendente. O resultado do teste, apresentado no Anexo VII, revela uma diferença significativa (valor- $p < 0,01$) entre as médias dos dois grupos. Conclui-se assim que as empresas que geriram resultados no sentido ascendente, ao apresentarem uma média mais elevada, divulgam relatórios anuais mais complexos do que as empresas que geriram os resultados no sentido descendente.

4.4.2 Influência dos Países e Indústrias Predominantes na Amostra

O modelo utilizado neste estudo incluiu o controlo de efeitos fixos por país e indústria. Verifica-se no Anexo I e no Anexo II, respetivamente, que mais de metade da amostra é composta por empresas localizadas em apenas 3 países (Reino Unido, França e Alemanha) dos 24 representados e por empresas que operam em apenas 3 indústrias (**M.** Professional, scientific and technical activities, **C.** Manufacturing e **J.** Information and communication) de entre as 17 consideradas. Neste sentido, procedeu-se à análise do impacto destas representações maioritárias nos resultados obtidos na análise principal. Para isso, estimaram-se as regressões (5), (6), (7) e (8) apresentadas no Anexo VIII, que diferem do modelo principal por excluírem as observações cujo efeito se pretende estudar.

As regressões (5) e (6) focam-se no impacto da intensidade da GR (ABS_DACC) no tamanho do ficheiro eletrónico sob a nova composição amostral, confirmando-se os resultados já obtidos na análise principal. A exclusão do modelo (5) dos 3 países com maior representatividade e a exclusão do modelo (6) das 3 indústrias também mais representadas, não alteram a significância estatística da relação de complementaridade entre a GR e a GI. Relativamente à associação entre o sentido da GR (DACC) e o tamanho do ficheiro eletrónico, a exclusão dos mesmos países na regressão (7) e das mesmas indústrias na regressão (8) também não alteram a evidência apresentada pela análise principal, persistindo os coeficientes estimados sem significância estatística.

4.4.3 O Impacto da Categoria Empresarial na Associação entre a Gestão de Resultados e Gestão de Impressões

Na análise da associação entre a GR e a GI destaca-se, através do nível de significância estatística apresentado, o contributo da dimensão da empresa (lnSize) na explicação da complexidade dos relatórios anuais (lnFileSize). Este facto, aliado à presença de empresas com dimensões significativamente diferentes na amostra, motivou a análise da associação entre as duas práticas no contexto das PME e das GE. De forma a subdividir a amostra com objetividade e fundamento, utilizou-se como critério para definir estes dois grupos, o limiar de 43.000.000 euros, inscrito na Recomendação da Comissão Europeia (2003/361/CE). Empresas com o total do ativo abaixo desse limite consideram-se como PME e acima desse limite com GE.

Os resultados desta análise estão reportados no Anexo IX. A relação encontrada na análise principal é novamente verificada. Observam-se coeficientes positivos para a variável ABS_DACC, o que evidencia um aumento da complexidade dos relatórios anuais à medida que a intensidade na utilização de *accruals* discricionários aumenta. Contudo, existem diferenças relativas à significância estatística dos valores estimados para cada categoria de empresas. No grupo das PME, o coeficiente é significativo enquanto que no grupo das GE verifica-se uma dissolução da significância, possivelmente motivada pelo maior escrutínio a que as GE estão sujeitas.

É de notar que os coeficientes das variáveis de controlo estimados para as PME alinham-se com a literatura existente, no sentido em que sugerem que as empresas com oportunidades de crescimento mais elevadas divulgam relatórios anuais mais complexos. A

variável FirmAge apresenta um coeficiente negativo e significativo, sustentando a hipótese de Li (2008) de que as empresas mais antigas têm modelos de negócio mais conhecidos dos investidores e fornecem-lhes informação mais precisa, divulgando relatórios anuais menos complexos.

A análise do sentido da GR não apresenta, novamente, evidência estatística, pelo que não foram reportados os respetivos resultados.

4.4.4 O impacto do reporte de lucro ou prejuízo operacional na associação entre a Gestão de Resultados e Gestão de Impressões

Li (2008) introduziu no estudo da complexidade das narrativas o efeito do reporte de lucro ou prejuízo operacional. Tal como Lo et al. (2017), apresentou evidência de que as empresas divulgam relatórios anuais mais complexos quando reportam prejuízos operacionais em vez de lucros operacionais. De modo a analisar o efeito desta condição sobre a associação entre a GR e a GI, estimou-se um modelo semelhante ao da análise principal mas com a inclusão de uma variável de controlo *dummy*, que assume o valor 1 se a empresa reportou prejuízo operacional naquele ano e o valor 0, caso contrário.

Os resultados, não tabulados, apresentam um coeficiente com sinal positivo e estatisticamente significativo para a variável *dummy*, sugerindo que as empresas divulgam relatórios anuais mais complexos quando reportam prejuízo operacional, confirmando os resultados de Li (2008) e Lo et al. (2017). Os resultados da análise principal mantêm-se inalterados com a variável ABS_DACCC a apresentar sinal positivo e significância estatística. Uma vez que a associação entre as práticas de GR e GI não é conduzida pelo reporte de

prejuízo ou lucro operacional, confirma-se a robustez dos resultados apresentados neste estudo.

5. CONCLUSÕES

O objetivo desta investigação é estudar a associação entre as práticas de GR e GI, no contexto dos relatórios anuais. A literatura já existente defende que as empresas que apresentam maior probabilidade de terem gerido resultados tendem a ofuscar essa prática através da selecção de indicadores-chave para a apresentação dos gráficos após a mudança de CEO (Godfrey et al., 2003), da adoção do comportamento de atribuição nas narrativas dos prospectus de IPO (Aerts & Cheng, 2011) ou através do aumento da complexidade das narrativas do relatório anual e da secção *MD&A* (Ajina et al., 2016; Li, 2008; Lo et al., 2017). Com base nestas evidências, derivou-se a hipótese de que a GR praticada pelas empresas é alvo de ofuscação através da divulgação de relatórios anuais com tamanho do ficheiro eletrónico mais elevado, provocando o aumento dos custos de processamento e interpretação da informação. Mais concretamente, argumenta-se que as empresas ofuscam a prática de GR através da divulgação de relatórios anuais mais complexos.

Os resultados reportados sustentam a hipótese de investigação sugerindo que o aumento da intensidade na utilização de *accruals* discricionários leva os gestores a ofuscarem essas escolhas contabilísticas com a divulgação de relatórios anuais mais complexos, ou seja, que os gestores praticam GR e GI de forma complementar.

Em análises adicionais ofereceu-se perspectivas em dois pontos: primeiro, procurou-se analisar a associação entre o sentido da GR e a prática de GI mas não foi encontrada qualquer

evidência. De forma a estender a análise e contornar a suspeita de não linearidade entre as variáveis, verificou-se que as empresas que geriram resultados no sentido de os aumentar apresentam um tamanho médio dos ficheiros eletrónicos dos respetivos relatórios anuais mais elevada do que as empresas que geriram resultados no sentido de os diminuir; segundo, apresentou-se evidência de que a prática de ofuscação da GR ocorre nas PME, enquanto que a ofuscação praticada pelas GE não é estatisticamente significativa. O maior escrutínio a que as GE estão sujeitas, comparativamente com as PME, poderá ser um fator de relevância para explicar os resultados observados; por último, confirmou-se a robustez dos resultados a nível das características específicas da amostra (influência dos três países e três indústrias que compõem mais de metade da amostra) e a nível de outro fator que Li (2008) e Lo et al. (2017) demonstram ser relevante na determinação da complexidade dos relatórios anuais (reporte de lucro ou prejuízo operacional).

Algumas limitações são de realçar relativamente a esta investigação. A principal limitação consiste no facto de esta investigação se focar na perspetiva dos preparadores da informação, excluindo-se do seu âmbito o estudo da eficácia da GR e da GI no enviesamento das percepções dos utilizadores da informação. A segunda limitação decorre da não disponibilização de todos os relatórios anuais das empresas incluídas na base de dados utilizada, que levou à selecção de uma amostra consideravelmente inferior à habitualmente utilizada na literatura desta área. A terceira limitação encontrada surgiu da disponibilidade de apenas 10 anos de informação financeira na base de dados, conjugada com a necessidade de calcular a volatilidade dos resultados operacionais. De forma a conseguir-se obter um período amostral significativo, optou-se por controlar o efeito da volatilidade dos resultados operacionais no tamanho do ficheiro eletrónico dos relatórios anuais com o recurso aos

PEDRO RAMOS
ENSAIO SOBRE A GESTÃO DE RESULTADOS E A GESTÃO DE IMPRESSÕES

resultados operacionais dos últimos 3 anos de relato, enquanto que a literatura apresenta a volatilidade com base nos últimos 5 anos de relato.

Igualmente relevante, esta investigação ficou limitada pela ausência de uma variável que incluísse no modelo o efeito provocado pela complexidade operacional do negócio na GI praticada pelos gestores. Não foi possível recolher através da base dados Amadeus de Bureau Van Dijk, a medida utilizada na literatura (número de segmentos de negócio e número de segmentos geográficos), ou qualquer outra medida que permitisse considerar este efeito, para todos os anos que compõem o horizonte temporal analisado nesta investigação.

Sugere-se para investigação futura, o estudo da associação entre a GR e a GI sustentado por um modelo de determinantes contabilísticos, possivelmente relevantes na presença de mercados com menor liquidez, como se verifica na União Europeia. O impacto da qualidade da auditoria financeira poderá ser um fator limitativo de ambas as práticas pelo que faria sentido incluir a sua análise no estudo. Seria também importante estudar a eficácia desta estratégia de ofuscação de informação, procurando compreender a reacção dos utilizadores da informação financeira à gestão das variáveis consideradas nesta investigação, isto é, se as estratégias de gestão de percepções adoptadas pelos gestores permitem alcançar o seu objetivo ou se a tentativa de ofuscação da GR é um elemento neutro na comunicação.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aerts, W. (2001). Inertia in the attributional content of annual accounting narratives. *The European Accounting Review*, 10(1), 3-32.
- Aerts, W. (2005). Picking up the pieces: Impression management in the retrospective attributional framing of accounting outcomes. *Accounting, Organizations and Society*, 30, 493-517.
- Aerts, W.; Cheng, P. (2011). Causal disclosures on earnings and earnings management in an IPO setting. *Journal of Accounting and Public Policy*, 30(5), 431-459.
- Ajina, A., Laouiti, M., & Msolli, B. (2016). Guiding through the Fog: Does annual report readability reveal earnings management? *Research in International Business and Finance*, 38, 509-516.
- Ali, A., & Zhang, W. (2015). CEO tenure and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 59(1), 60-79.
- Baginski, S., Hassell, J., & Hillison, W. (2000). Voluntary causal disclosures: Tendencies and capital market reaction. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 15(4), 371-389.
- Baiman, S. (1990). Agency Research in Managerial Accounting: A Second Look. *Accounting Organization and Society*, 15(4), 341-371.
- Beneish, M. D. (2001). Earnings management: a perspective. *Managerial Finance*, 27(12), 3-17.
- Bens, D. A., Nagar, V., & Wong, M. H. (2002). Real Investment Implications of Employee Stock Option Exercises. *Journal of Accounting Research*, 40(2), 359-393.
- Bettman, J. R., & Weitz, B. A. (1983). Attributions in the Board Room: Causal Reasoning in Corporate Annual Reports. *Administrative Science Quarterly*, 28(2), 165-183.
- Bloomfield, R. (2008). Discussion of “Annual report readability, current earnings, and earnings persistence”. *Journal of Accounting and Economics*, 45, 248-252.
- Bowen, R. M., Davis, A. K., & Matsumoto, D. A. (2005). Emphasis on Pro Forma versus GAAP Earnings in Quarterly Press Releases: Determinants, SEC intervention, and Market Reactions. *The Accounting Review*, 80(4), 1011-1038.
- Brennan, N., & Merkl-Davies, D. M. (2013). Accounting Narratives and Impression Management. In L. Jack, J. Davison, & R. Craig, *The Routledge Companion to Communication in Accounting* (pp. 109-132). London: Routledge.

PEDRO RAMOS
ENSAIO SOBRE A GESTÃO DE RESULTADOS E A GESTÃO DE IMPRESSÕES

- Brennan, N., Guillamon-Saorin, E., & Pierce, A. (2009). Impression management: developing and illustrating a scheme of analysis for narrative disclosures – a methodological note. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 22(5), 789-832.
- Burgstahler, D., & Dichev, I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics*, 24, 99-126.
- Clapham, S. E., & Schwenk, C. R. (1991). Self-serving attributions, managerial cognition, and company performance. *Strategic Management Journal*, 12, 219-229.
- Clatworthy, M. A., & Jones, M. J. (2006). Differential patterns of textual characteristics and company performance in the chairman's statement. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 19(4), 493-511.
- Clatworthy, M., & Jones, M. J. (2001). The effect of thematic structure on the variability of annual report readability. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 14(3), 311-326.
- Clatworthy, M.; Jones, M. J. (2003). Financial reporting of good news and bad news: evidence from accounting narratives. *Accounting and Business Research*, 33(3), 171-185.
- Courtis, J. K. (1995). Readability of annual reports: Western versus Asian evidence. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 8(2), 4-17.
- Courtis, J. K. (1998). Annual report readability variability: tests of the obfuscation hypothesis. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 11(4), 459-472.
- Courtis, J. K. (2004a). Corporate report obfuscation: artefact or phenomenon? *The British Accounting Review*, 36, 291-312.
- Courtis, J. K. (2004b). Colour as visual rhetoric in financial reporting. *Accounting Forum*, 28(3), 265-281.
- Dale, E., & Chall, J. S. (1948). A formula for predicting readability. *Education Research Bulletin*, 11-20, 37-54.
- Davidson, S., Stickney, C., & Weil, R. (1987). *Accounting: The Language of Business* (7th ed.). Sun Lakes Arizona: Thomas Horton and Daughter.
- Davidson, W. N., Jiraporn, P., Kim, Y. S., & Nemeč, C. (2004). Earnings management following duality-creating successions: Ethnostatistics, impression management, and agency theory. *Academy of Management Journal*, 47(2), 267-275.
- Davison, J. (2008). Rhetoric, repetition, reporting and the “dot.com” era: words, pictures, intangibles. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 21(6), 791-826.

PEDRO RAMOS
ENSAIO SOBRE A GESTÃO DE RESULTADOS E A GESTÃO DE IMPRESSÕES

- DeAngelo, L. E. (1988). Managerial competition, information costs, and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 10(1), 3-36.
- Dechow, P. M., & Sloan, R. G. (1991). Executive incentives and the horizon problem. *Journal of Accounting and Economics*, 14(1), 51-89.
- Dechow, P. M.; G., Sloan R.; Sweeney, A. P. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, 70(2), 193-225.
- DeFond, M. L., & Jiambalvo, J. (1994). Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 17, 145-176.
- DeGeorge, F., Patel, J., & Zeckhauser, R. (1999). Earnings management to exceed thresholds. *Journal of Business*, 72, 1-33.
- Dichev, I. D., & Tang, V. W. (2009). Earnings volatility and earnings predictability. *Journal of Accounting and Economics*, 47((1-2)), 160-181.
- DuBay, W. (2007). *Unlocking Language*. Charleston, South Carolina: BookSurge Publishing.
- Feldman, R., Govindaraj, S., Livnat, J., & Segal, B. (2010). Management's tone change, post earnings announcement drift and accruals. *Review of Accounting Studies*, 15(4), 915-953.
- Franz, D. R., HassabElnaby, H. R., & Lobo, G. J. (2014). Impact of proximity to debt covenant violation on earnings management. *Review of Accounting Studies*, 19(1), 473-505.
- Gioia, D. A., Schultz, M., & Corley, K. G. (2000). Organizational identity, image, and adaptive instability. *Academy of Management Review*, 25(1), 63-81.
- Godfrey, J., Mather, P., & Ramsay, A. (2003). Earnings and Impression Management in Financial Reports: The Case of CEO Changes. *Abacus*, 39(1), 95-123.
- Guay, W., Samuels, D., & Taylor, D. (2016). Guiding through the Fog: Financial statement complexity and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 62(2-3), 234-269.
- Guillamón-Saorín, E., & Osma, B. G. (2010). Self-serving financial reporting communication: A study of the association between earnings management and impression management. *Universidad Carlos III de Madrid & Universidad Autónoma*.
- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7, 85-107.

- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365-383.
- Holthausen, R. W., & Leftwich, R. W. (1983). The economics consequences of accounting choice: Implications of Costly Contracting and Monitoring. *Journal of Accounting and Economics*, 5, 77-117.
- Hooghiemstra, R. (2000). Corporate communication and impression management – new perspectives why companies engage in corporate social reporting. *Journal of Business Ethics*, 27, 55-68.
- Hyland, K. (1998). Exploring Corporate Rhetoric: Metadiscourse in the CEO's Letter. *Journal of Business Communication*, 35(2), 224-244.
- Iatridis, G., & Dimitras, A. I. (2013). Financial crisis and accounting quality: Evidence from five European countries. *Advances in Accounting*, 29(1), 154-160.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jones, J. J. (1991). Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193-228.
- Kaszniak, R. (1999). On the Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management. *Journal of Accounting Research*, 37(1), 57-81.
- Knee, C. R., & Zuckerman, M. (1996). Causality orientations and the disappearance of the self-serving bias. *Journal of Research in Personality*, 30, 76-87.
- Kothari, S. P., Leoneb, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163–197.
- Kousenidis, D. V., C., L. A., & Negakis, C. I. (2013). The effects of the European debt crisis on earnings quality. *International Review of Financial Analysis*, 30, 351-362.
- LaFond, R., & Watts, R. L. (2008). The Information Role of Conservatism. *The Accounting Review*, 83(2), 447-478.
- Leary, M. R., & Kowalski, R. M. (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.
- Lo, K., Ramos, F., & Rogo, R. (2017). Earnings management and annual report readability. *Journal of Accounting and Economics*, 63(1), 1-25.

PEDRO RAMOS
ENSAIO SOBRE A GESTÃO DE RESULTADOS E A GESTÃO DE IMPRESSÕES

- Loughran, T., & McDonald, B. (2014). Measuring Readability in Financial Disclosures. *The Journal of Finance*, 69(4), 1643-1671.
- 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.
- Merkel-Davies, D. M., Brennan, N., & McLeay, S. (2011). Impression management and retrospective sense-making in corporate narratives : a social psychology perspective. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 24(3), 315-344.
- Myers, J. N., Myers, L. A., & Skinner, D. J. (2007). Earnings Momentum and Earnings Management. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 22(2), 249–284.
- Neu, D. (1991). Trust, impression management and the public accounting profession. *Critical Perspectives on Accounting*, 2(3), 295-313.
- Neu, D., Warsame, H., & Pedwell, K. (1998). Managing public impressions: Environmental disclosures in annual reports. *Accounting Organizations and Society*, 23(3), 265-282.
- Pourciau, S. (1993). Earnings management and nonroutine executive changes. *Journal of Accounting and Economics*, 16((1-3)), 317-336.
- Rangan, S. (1998). Earnings management and the performance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 50, 101-122.
- Rogers, J., Van Buskirk, A., & Zechman, S. (2011). Disclosure Tone and Shareholder Litigation. *The Accounting Review*, 86(6), 2155-2183.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 335-370.
- 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.
- Salancik, G. R., & Meindl, J. R. (1984). Corporate Attributions as Strategic Illusions of Management Control. *Administrative Science Quarterly*, 29(2), 238-254.
- Schipper, K. (1989). Commentary: earnings management. *Accounting Horizons*, 3(4), 91-102.
- Schleicher, T., & Walker, M. (2010). Bias in the tone of forward-looking narratives. *Accounting and Business Research*, 40(4), 371-390.
- Schlenker, B. R. (1980). *Impression management: The self-concept, social identity, and interpersonal relations*. Monterey: Brooks/Cole.

PEDRO RAMOS
ENSAIO SOBRE A GESTÃO DE RESULTADOS E A GESTÃO DE IMPRESSÕES

- Strong, J. S., & Meyer, J. R. (1987). Asset Writedowns: Managerial Incentives and Security Returns. *The Journal of Finance*, 42(3), 643-661.
- Tekfi, C. (1987). Readability formulas: an overview. *Journal of Documentation*, 43(3), 261-273.
- Tennyson, B., Ingram, R. W., & Dugan, M. T. (1990). Assessing the information content of narrative disclosures in explaining bankruptcy. *Journal of Business Finance and Accounting*, 17(3), 391-410.
- Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. J. (1998). Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 50, 63-99.
- Upneja, A., Dalbor, M. C., Lee, S., & Mao, Z. (2008). Impact of earnings manipulation on valuation of publicly traded restaurant firms in the United States. *Journal of Foodservice Business Research*, 11(2), 124-137.
- Wagner, J. A., & Gooding, R. Z. (1997). Equivocal information and attribution: an investigation of patterns of managerial sensemaking. *Strategic Management Journal*, 18(4), 175-286.

ANEXOS

Anexo I. Decomposição da amostra por país.

País	N.º de observações	Frequência Relativa (%)
Reino Unido	3.905	29,99%
França	2.464	18,92%
Alemanha	1.629	12,51%
Suécia	1.179	9,06%
Itália	865	6,64%
Espanha	482	3,70%
Grécia	467	3,59%
Finlândia	461	3,54%
Polónia	264	2,03%
Roméia	194	1,49%
Dinamarca	182	1,40%
Bulgária	155	1,19%
Áustria	129	0,99%
Croácia	126	0,97%
Irlanda	111	0,85%
Portugal	100	0,77%
Bélgica	63	0,48%
Eslováquia	61	0,47%
Eslovénia	56	0,43%
Países Baixos	48	0,37%
República Checa	26	0,20%
Luxemburgo	20	0,15%
Hungria	20	0,15%
Letónia	13	0,10%
Total	13.020	100,00%

Fonte: Próprio autor

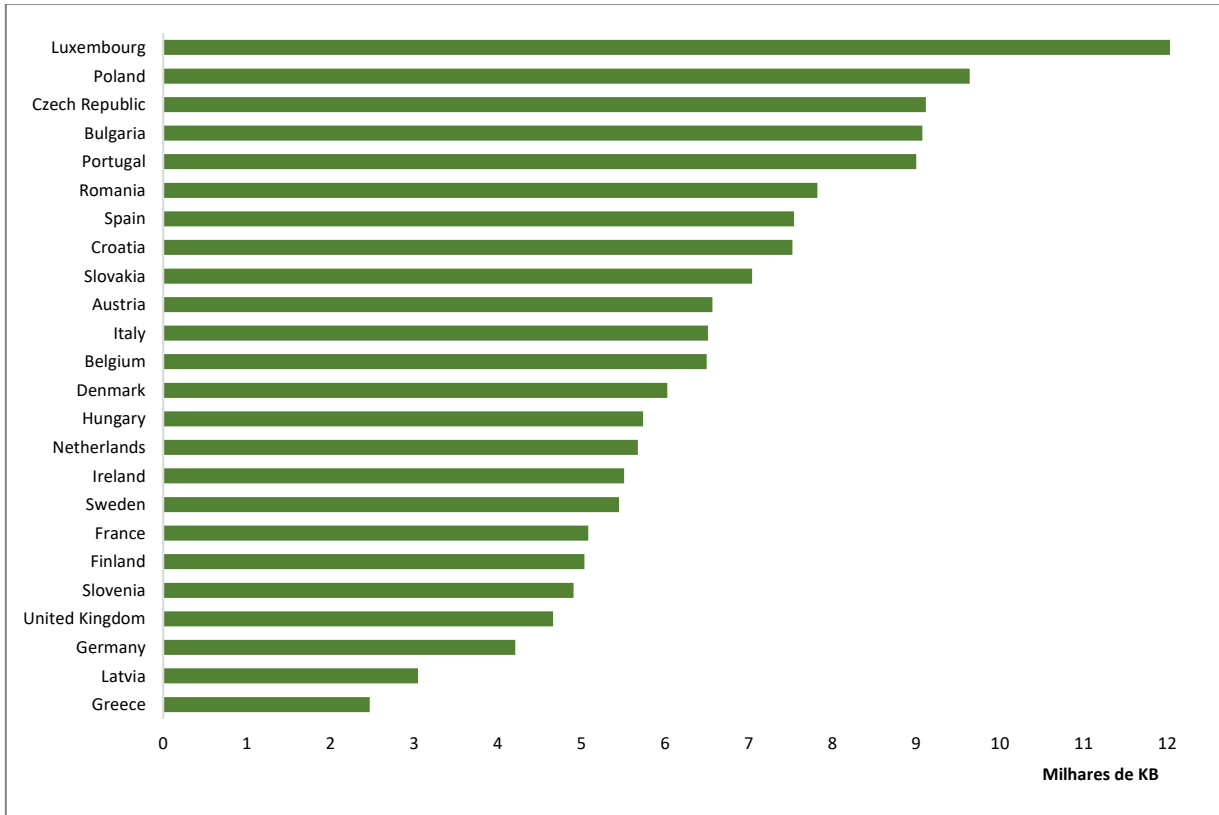
PEDRO RAMOS
 ENSAIO SOBRE A GESTÃO DE RESULTADOS E A GESTÃO DE IMPRESSÕES

Anexo II. Decomposição da amostra por indústria.

Indústria	N.º de observações	Frequência Relativa (%)
M. Professional, scientific and technical activities	3.588	27,56%
C. Manufacturing	3.236	24,85%
J. Information and communication	1.627	12,50%
G. Wholesale and retail trade; repair of motor vehicles and motorcycles	1.256	9,65%
N. Administrative and support service activities	547	4,20%
F. Construction	533	4,09%
L. Real estate activities	486	3,73%
H. Transportation and storage	417	3,20%
B. Mining and quarrying	361	2,77%
I. Accommodation and food service activities	250	1,92%
D. Electricity, gas, steam and air conditioning supply	215	1,65%
R. Arts, entertainment and recreation	184	1,41%
E. Water supply; sewerage, waste management and remediation activities	113	0,87%
Q. Human health and social work activities	93	0,71%
A. Agriculture, forestry and fishing	49	0,38%
S. Other service activities	47	0,36%
P. Education	18	0,14%
Total	13.020	100,00%

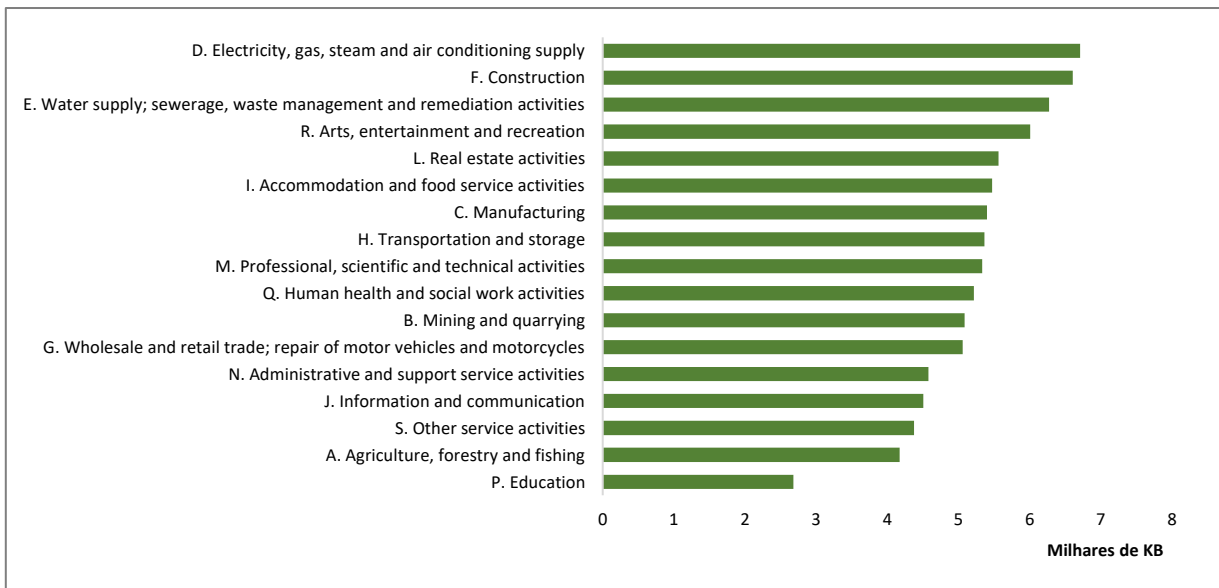
Fonte: Próprio autor

Anexo III. Tamanho médio do ficheiro eletrónico por país.



Fonte: Próprio autor

Anexo IV. Tamanho médio do ficheiro eletrónico por indústria.



Fonte: Próprio autor

PEDRO RAMOS
ENSAIO SOBRE A GESTÃO DE RESULTADOS E A GESTÃO DE IMPRESSÕES

Anexo V. Variance Inflation Factors.

	lnSize	MTB	FirmAge	SpecItems	EarnVol	RetVol	lnNItems
VIF	1,50	1,29	1,20	1,71	1,43	1,14	2,91

Anexo VI. Resultados análise adicional - Sentido da GR.

lnFileSize			
DACC > 0		DACC < 0	
Variáveis	(3)	Variáveis	(4)
DACC	0,0093 (0,248)	DACC	0,0734 (1,171)
lnSize	0,1572*** (18,227)	lnSize	0,1458*** (35,247)
MTB	-0,0414*** (-3,056)	MTB	-0,0309*** (-3,622)
FirmAge	0,0000 (0,028)	FirmAge	0,0004 (0,669)
SpecItems	0,0085 (0,330)	SpecItems	0,0368 (0,819)
EarnVol	-0,1724 (-1,477)	EarnVol	-0,5795 (-3,957)
RetVol	0,3277** (2,277)	RetVol	0,0350 (0,373)
lnNItems	0,6977 (1,534)	lnNItems	0,3054 (0,628)
Indústria	Sim	Indústria	Sim
Ano	Sim	Ano	Sim
País	Sim	País	Sim
N	8,072	N	4,948
R-squared	0,2494	R-squared	0,2374

Definição das variáveis: **lnFileSize** logaritmo natural do tamanho do ficheiro eletrónico correspondente a cada relatório anual, em Kilo-Bytes (KB); **DACC** valor dos *accruals* discricionários totais; **lnSize** logaritmo natural do valor de mercado do capital próprio (market value of equity) a 31/dez/n (em milhares de euros); **MTB** valor de mercado do capital próprio mais valor contabilístico do passivo a dividir pelo valor contabilístico do ativo; **FirmAge** diferença entre o ano da observação e o ano de incorporação da empresa; **SpecItems** variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa reportou *Extraordinary and other P/L* e 0, caso contrário; **EarnVol** desvio-padrão do resultado operacional (operating earnings/EBIT) nos últimos 3 anos de relato a dividir pelo total do ativo; **RetVol** desvio-padrão do retorno mensal da ação nos últimos 12 meses; **lnNItems** logaritmo natural do número de itens divulgados de acordo com Global Standard Format.

(3) e (4) – Pooled OLS

As estatísticas do teste t entre parêntesis foram calculadas com base nos desvios-padrão resultantes da aplicação da opção *clustered robust* do Stata por indústria. As indústrias foram classificadas de acordo com NACERev.2MainSection.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

PEDRO RAMOS
 ENSAIO SOBRE A GESTÃO DE RESULTADOS E A GESTÃO DE IMPRESSÕES

Anexo VII. Teste à igualdade de médias.

Variável	GR sentido ascendente (DACC > 0)			GR sentido descendente (DACC < 0)			Diferença de médias (DACC > 0) - (DACC < 0)	valor-t	valor-p
	Obs.	Média	Desvio Padrão	Obs.	Média	Desvio Padrão			
lnFileSize	8.072	8,2284	0,9094	4.948	8,1047	0,9249	0,1237	7,4844	0

Anexo VIII. Resultados análise adicional - Influência País e Indústria.

lnFileSize					
Variáveis	ABS_DACC		Variáveis	DACC	
	Indústria (5)	País (6)		Indústria (7)	País (8)
ABS_DACC	0,0635** (2,422)	0,1021** (2,407)	DACC	-0,0611 (-1,115)	-0,0512 (-0,513)
lnSize	0,1510*** (12,695)	0,1069*** (13,892)	lnSize	0,1512*** (12,780)	0,1062*** (13,162)
MTB	-0,0402* (-1,908)	-0,0250*** (-3,807)	MTB	-0,0385* (-1,802)	-0,0209*** (-3,410)
FirmAge	-0,0002 (-0,282)	0,0001 (0,161)	FirmAge	-0,0002 (-0,319)	0,0001 (0,165)
SpecItems	0,0576 (1,557)	0,0901** (2,146)	SpecItems	0,0563 (1,508)	0,0888* (2,058)
EarnVol	-0,4966** (-2,614)	-0,3122 (-1,564)	EarnVol	-0,4256* (-2,002)	-0,2382 (-1,454)
RetVol	0,0451 (0,388)	0,1269* (1,882)	RetVol	0,0453 (0,410)	0,1263 (1,710)
lnNitems	1,1841 (1,563)	1,1578* (2,121)	lnNitems	1,1833 (1,577)	1,1645* (2,058)
Indústria	Sim	Sim	Indústria	Sim	Sim
Ano	Sim	Sim	Ano	Sim	Sim
País	Sim	Sim	País	Sim	Sim
N	4.569	5.022	N	4.569	5.022
R-squared	0,2501	0,2194	R-squared	0,2502	0,2192

Definição das variáveis: **lnFileSize** logaritmo natural do tamanho do ficheiro eletrónico correspondente a cada relatório anual, em Kilo-Bytes (KB); **ABS_DACC** valor absoluto dos *accruals* discricionários totais; **HighABS_DACC** variável *dummy* que assume valor 1 se **ABS_DACC** > Mediana(**ABS_DACC**) e 0, caso contrário; **PosDACC** valor dos *accruals* discricionários positivos totais; **HighPosDACC** variável *dummy* que assume valor 1 se **PosDACC** > Mediana(**PosDACC**) e 0, caso contrário; **lnSize** logaritmo natural do valor de mercado do capital próprio (market value of equity) a 31/dez/n (em milhares de euros); **MTB** valor de mercado do capital próprio mais valor contabilístico do passivo a dividir pelo valor contabilístico do ativo; **FirmAge** diferença entre o ano da observação e o ano de incorporação da empresa; **SpecItems** variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa reportou *Extraordinary and other P/L* e 0, caso contrário; **EarnVol** desvio-padrão do resultado operacional (operating earnings/EBIT) nos últimos 3 anos de relato a dividir pelo total do ativo; **RetVol** desvio-padrão do retorno mensal da ação nos últimos 12 meses; **lnNitems** logaritmo natural do número de itens divulgados de acordo com Global Standard Format.

(5), (6), (7) e (8) – Pooled OLS

As estatísticas do teste t entre parêntesis foram calculadas com base nos desvios-padrão resultantes da aplicação da opção *clustered robust* do Stata por indústria. As indústrias foram classificadas de acordo com NACERev.2MainSection.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

PEDRO RAMOS
 ENSAIO SOBRE A GESTÃO DE RESULTADOS E A GESTÃO DE IMPRESSÕES

Anexo IX. Resultados análise adicional - PME/GE.

lnFileSize			
Pequenas e Médias Empresas (PME)		Grandes Empresas (GE)	
Variáveis	(9)	Variáveis	(10)
ABS_DACC	0,1108** (2,805)	ABS_DACC	0,0040 (0,108)
InSize	0,1162*** (3,870)	InSize	0,1347*** (14,536)
MTB	0,0082 (0,557)	MTB	-0,0550*** (-4,556)
FirmAge	-0,0021** (-2,184)	FirmAge	0,0005* (1,996)
SpecItems	0,1185* (2,054)	SpecItems	-0,0126 (0,408)
EarnVol	-0,2172* (-1,893)	EarnVol	-0,3713* (-2,050)
RetVol	0,2583 (1,538)	RetVol	0,1706* (1,759)
InNitems	1,9684** (2,869)	InNitems	-0,3004 (-0,865)
Indústria	Sim	Indústria	Sim
Ano	Sim	Ano	Sim
País	Sim	País	Sim
N	3.565	N	9.455
R-squared	0,2277	R-squared	0,1863

Definição das variáveis: **lnFileSize** logaritmo natural do tamanho do ficheiro eletrónico correspondente a cada relatório anual, em Kilo-Bytes (KB); **ABS_DACC** valor absoluto dos *accruals* discricionários totais; **InSize** logaritmo natural do valor de mercado do capital próprio (market value of equity) a 31/dez/n (em milhares de euros); **MTB** valor de mercado do capital próprio mais valor contabilístico do passivo a dividir pelo valor contabilístico do ativo; **FirmAge** diferença entre o ano da observação e o ano de incorporação da empresa; **SpecItems** variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa reportou *Extraordinary and other P/L* e 0, caso contrário; **EarnVol** desvio-padrão do resultado operacional (operating earnings/EBIT) nos últimos 3 anos de relato a dividir pelo total do ativo; **RetVol** desvio-padrão do retorno mensal da ação nos últimos 12 meses; **InNitems** logaritmo natural do número de itens divulgados de acordo com Global Standard Format.

(9) e (10) – Pooled OLS
 As estatísticas do teste t entre parêntesis foram calculadas com base nos desvios-padrão resultantes da aplicação da opção *clustered robust* do Stata por indústria. As indústrias foram classificadas de acordo com NACERev.2MainSection.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1