



UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIA E CONTABILIDADE
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO E CONTROLADORIA
DOUTORADO EM ADMINISTRAÇÃO E CONTROLADORIA

LÍVIA ARRUDA CASTRO

**GERENCIAMENTO DE IMPRESSÃO DAS NARRATIVAS CONTÁBEIS,
REGULAÇÃO ECONÔMICA E PREVISÕES DE ANALISTAS: EVIDÊNCIAS
SOBRE O BRASIL**

FORTALEZA
2023

LÍVIA ARRUDA CASTRO

GERENCIAMENTO DE IMPRESSÃO DAS NARRATIVAS CONTÁBEIS,
REGULAÇÃO ECONÔMICA E PREVISÕES DE ANALISTAS: EVIDÊNCIAS
SOBRE O BRASIL

Tese apresentada à Coordenação do Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria da Universidade Federal do Ceará, como requisito parcial para obtenção do título de Doutora em Administração e Controladoria. Área de concentração: Contabilidade, Controladoria e Finanças.

Orientadora: Prof.^a Dra. Vera Maria Rodrigues Ponte.

Coorientador: Prof. Dr. Dante Baiardo C. Viana Júnior

FORTALEZA
2023

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação
Universidade Federal do Ceará
Sistema de Bibliotecas

Gerada automaticamente pelo módulo Catalog, mediante os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

C351g Castro, Lívia Arruda.

Gerenciamento de impressão das narrativas contábeis, regulação econômica e previsões de analistas : evidências sobre o Brasil / Lívia Arruda Castro. – 2023.

112 f. : il. color.

Tese (doutorado) – Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Economia, Administração, Atuária, Contabilidade, Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria, Fortaleza, 2023.

Orientação: Profa. Dra. Vera Maria Rodrigues Ponte.

Coorientação: Prof. Dr. Dante Baiardo Cavalcante Viana Junior.

1. Previsões de analistas. 2. Gerenciamento de impressão. 3. Regulação econômica. I. Título.

LÍVIA ARRUDA CASTRO

GERENCIAMENTO DE IMPRESSÃO DAS NARRATIVAS CONTÁBEIS,
REGULAÇÃO ECONÔMICA E PREVISÕES DE ANALISTAS: EVIDÊNCIAS
SOBRE O BRASIL

Tese submetida à Coordenação do Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria da Universidade Federal do Ceará, como requisito parcial para obtenção do título de Doutora em Administração e Controladoria. Área de concentração: Contabilidade, Controladoria e Finanças.

Aprovado em ___/___/_____.

BANCA EXAMINADORA

Prof.^a Dra. Vera Maria Rodrigues Ponte (Orientadora)
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Prof. Dr. Dante Baiardo C. Viana Júnior (Coorientador)
Universidade do Algarve (UAAlg)

Prof.^a Dra. Márcia Martins Mendes De Luca (Membro Interno)
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Prof.^a Dra. Alessandra Carvalho de Vasconcelos (Membro Interno)
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Prof.^a Dra. Edilene Santana Santos (Membro Externo)
Fundação Getúlio Vargas (FGV)

Prof.^a Dra. Inna Choban de Sousa Paiva (Membro Externo)
Instituto Universitário de Lisboa (ISCTE)

DEDICATÓRIA

A Deus Pai, a Jesus Cristo, a Nossa Senhora das Graças, a São José, e, em especial, ao Espírito Santo, que soprou.

AGRADECIMENTOS

A Deus, que, na sua infinita misericórdia, me permitiu encerrar este ciclo tão importante. Obrigada por ter estado presente em todos os momentos, me levantando, inspirando e encorajando a seguir o caminho que me reservaste, para que, aqui, possa cumprir minha missão antes de me juntar a Ti.

Aos meus pais Egídio e Tereza, por acreditarem, apoiarem e financiarem toda a minha formação moral e intelectual. Se foi possível chegar até aqui, foi porque me inspirei primeiro em vocês, que sempre acreditaram no conhecimento, no estudo, nos livros, e, mais do que isso, sempre foram exemplos vivos dentro de casa de que nunca podemos parar de estudar.

Ao meu amado esposo, professor doutor Paulo Praça, que esteve sempre ao meu lado, me apoiando, amando, compreendendo e ajudando. Obrigada pela paciência nos momentos em que estive ausente me dedicando a este trabalho. Esta vitória também é sua!

Aos meus filhos, Paulo José e Pedro, a quem amo infinitamente. Obrigada por compreenderem minha ausência em certos momentos, espero que este doutorado lhes sirva de exemplo de persistência no futuro.

Aos meus irmãos, Frederico e Vanessa, pela amizade, apoio incondicional e por terem me ajudado com as crianças em muitos momentos.

À Ana, babá dos meus filhos, que cuidou deles carinhosamente, enquanto eu me dedicava a esta tese, e à dona Marta, que cuidou da casa para a minha família.

À minha psicanalista, Ana Fonseca, pelo suporte e incentivo ao longo desta jornada.

Aos professores doutores da banca, Alessandra Vasconcelos, Edilene Santos, Inna Paiva e Márcia De Luca, pelas importantes contribuições ao trabalho.

Ao meu coorientador, professor doutor Dante Vianna, pelo incentivo e pelas preciosas contribuições técnicas e teóricas neste trabalho, mas não somente nele, pois nossa parceria é anterior e certamente futura a este Doutorado.

Ao meu amigo e honroso estatístico, Sr. Marcos Secundes, pela paciência comigo durante o processamento dos modelos, em todas as vezes em que foi necessário. Esta tese não teria sido possível sem você.

Aos amigos do curso de Ciências Contábeis da UFC, Régis Silva, Sylvia Rejane, Yohanna Jade, Talyta Eduardo e Sarah Mesquita, pelos favores impagáveis, pela força, amizade e toda ajuda direta e indireta.

Aos professores, por todos os ensinamentos durante esta jornada, em especial, Antônio Carlos Coelho, Adriano Gomes e Marcelle Colares, a quem tanto admiro.

Aos funcionários do doutorado, em especial ao Mestre José Ribamar Soares da Silva, que sempre resolveu os problemas que me apareceram nesses seis anos.

Aos colegas de turma, principalmente, Jislene Medeiros, Lorena Costa, Nayanna Adriano, Daniela Giareta e Girlene Amaral, pela amizade construída durante o curso.

Às bolsistas que me auxiliaram na coleta dos dados, Ayeska Lima e Clotilde Andrade, pelo empenho na construção de parte da base de dados deste estudo.

Em especial, à minha orientadora, amiga e principal incentivadora deste projeto, Professora Dra. Vera Maria Rodrigues Ponte, por acreditar em mim, pelo apoio, confiança, disponibilidade e pelas preciosas contribuições técnicas.

Por fim, à Perícia Forense do Estado do Ceará – PEFOCE, onde irei aplicar o conhecimento aprendido neste curso, colocando a ciência a serviço da justiça.

*O amor de Deus reage
ao nosso esforço.*

RESUMO

A regulação econômica busca promover um ambiente institucional seguro e confiável para os agentes econômicos, tratando-se de um incentivo para as companhias melhorarem suas práticas de divulgação. Considerando tais aspectos, é possível questionar se a regulação econômica é capaz de reduzir erros de previsões de analistas, uma vez que estes utilizam, entre outras ferramentas, os relatórios financeiros divulgados pelas empresas. Estudos anteriores apontam que os analistas utilizam na formulação de suas previsões, até mesmo, as narrativas contábeis dos relatórios financeiros. Por sua vez, as narrativas contábeis podem ser manipuladas pelos gestores por meio de práticas oportunistas de Gerenciamento de Impressão, com o objetivo de controlar a percepção de seus públicos de interesse e de ludibriá-los quanto ao seu desempenho econômico. Nesse sentido, há expectativa de que a regulação econômica afete o ambiente informacional das empresas, levando, por exemplo, a uma redução de práticas de gerenciamento de impressão das narrativas contábeis, o que pode, por sua vez, estar associado à redução dos erros nas previsões dos analistas. Assim, com base nos pressupostos da Teoria da Agência, esta tese investigou a relação entre regulação econômica e previsões de analistas das companhias brasileiras, e se esta relação é afetada pelo gerenciamento de impressão das narrativas contábeis. Para tanto, seu argumento fundamental é o de que a regulação econômica atua como forma de monitoramento dos gestores, reduzindo problemas de risco moral, e, portanto, inibindo práticas de gerenciamento de impressão das narrativas contábeis. Diante de uma informação contábil de maior qualidade, os analistas seriam capazes de reduzir o erro estimado de suas previsões de lucros. A amostra foi composta por 5.299 observações trimestrais de 256 empresas listadas na B3, no período 2003-2021, a partir de dados coletados na Thomson Reuters® e na Comdinheiro®. O gerenciamento de impressão das companhias da amostra foi obtido a partir da análise do relatório *earnings release* das companhias da amostra, utilizando-se o software Watson *NLU*, desenvolvido pela IBM®. As estimações foram conduzidas por meio de um Modelo de Equações Estruturais, uma vez que esse método possibilita o exame simultâneo entre diversas variáveis. Os achados sugerem que a regulação econômica reduz o nível de gerenciamento de impressão das empresas, minimizando, indiretamente, os erros de previsão dos analistas. Assim, pode-se afirmar que o gerenciamento de impressão das narrativas contábeis é uma variável mediadora na relação entre a regulação econômica e o erro de previsões dos analistas, ao nível de 5%, confirmando a tese desta pesquisa. Por outro lado, as evidências empíricas obtidas mostraram ainda que a regulação econômica, por si só, parece ser incapaz de reduzir os erros nas previsões dos analistas, possivelmente, porque modifica diversos outros fatores ao nível da empresa, do ambiente e da dinâmica dos mercados, que conjuntamente podem estar positiva ou negativamente associados às previsões de analistas, de modo que somados enfraquecem o efeito dos benefícios informacionais da regulação econômica sobre os erros de previsões dos analistas.

Palavras-chave: Previsões de analistas. Gerenciamento de impressão. Regulação econômica.

ABSTRACT

Economic regulation seeks to promote a safe and reliable institutional environment for economic agents, providing an incentive for companies to improve their disclosure practices. Considering these aspects, we question whether economic regulation is capable of reducing Analyst forecast errors, once they use, among other tools, the financial reports disclosed by the companies. Previous studies indicate that the analysts use even accounting narratives of the financial reports to formulate their forecasts. On the other hand, accounting narratives can be manipulated by managers through opportunistic Impression Management practices, with the intention of controlling the perception of their stakeholders and deceiving them regarding their economic performance. Therefore, there is an expectation that economic regulation will affect the information environment of companies, leading, for example, to a reduction in printing management practices for accounting narratives, which may, in turn, be associated with a reduction in errors in analyst forecasts. Thus, based on the assumptions of Agency Theory, this thesis investigated the effect between the economic regulation and analyst forecasts of Brazilian companies, and if the relation is mediated by the impression management of accounting narratives. To this end, its fundamental argument is that economic regulation acts as a form of monitoring managers, reducing moral hazard problems, and, therefore, inhibiting impression management practices of accounting narratives. Given higher quality accounting information, analysts would be able to reduce the estimated error of their earnings forecasts. The sample consisted of 5,299 quarterly observations of 256 companies listed on B3, in the period 2003-2021, based on data collected from Thomson Reuters® and Comdinheiro®. The impression management of the sample companies was obtained from the analysis of the earnings release report of the sample companies, using the Watson NLU software, developed by IBM®. The estimations were conducted using a Structural Equation Model, since this method allows for the simultaneous examination of several variables. The findings suggest that economic regulation reduces companies' level of impression management, indirectly minimizing analysts' forecast errors. Thus, it can be stated that the impression management of accounting narratives is a mediating variable in the relationship between economic regulation and analysts' forecast errors, at a level of 5%, confirming the thesis of this research. On the other hand, the empirical evidence obtained also showed that economic regulation, in itself, appears to be incapable of reducing errors in analysts' forecasts, possibly because it modifies several other factors at the level of the company, the environment and market dynamics, which together can be positively or negatively associated with analysts' forecasts, so that together they weaken the effect of the informational benefits of economic regulation on analysts' forecast errors.

Keywords: Analysts' forecast. Impression management. Economic regulation.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Estudos estrangeiros sobre gerenciamento de impressão.....	35
Quadro 2 – Estudos nacionais sobre gerenciamento de impressão	40
Quadro 3 – Agências Reguladoras e Setores de Regulação	45
Quadro 4 – Autarquias Reguladoras e Setores Regulados.....	45
Quadro 5 – Variáveis da pesquisa	66

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Construção da amostra da pesquisa.....	54
Tabela 2 – Distribuição das empresas da amostra por setor econômico.....	55
Tabela 3 – Amostra da pesquisa.....	55
Tabela 4 – Distribuição das empresas da amostra por setor econômico.....	62
Tabela 5 – Estatística descritiva de todas as variáveis.....	68
Tabela 6 – Distribuição de Frequência da Variável Erro de Previsões dos analistas.....	69
Tabela 7 – Distribuição de Frequências da Variável Gerenciamento de Impressão.....	71
Tabela 8 – Testes de diferenças entre médias e medianas das observações de companhias reguladas e não reguladas.....	73
Tabela 9 – Média anual do ERRO e do GI de firmas reguladas e não reguladas.....	75
Tabela 10 – Resultados do Modelo de Equação Estrutural.....	78
Tabela 11 – Efeitos indiretos, diretos e totais da relação entre a regulação econômica e o erro de previsões dos analistas.....	84
Tabela 12 – Testes de robustez.....	90

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Modelo teórico proposto neste estudo	52
Figura 2 – Histograma da variável Erro de Previsão dos analistas	69
Figura 3 – Análise da média anual do comportamento do erro da previsão de analistas ao longo do tempo	70
Figura 4 – Histograma da variável Gerenciamento de Impressão.....	71
Figura 5 – Análise da média anual do comportamento do gerenciamento de impressão das narrativas contábeis ao longo do tempo.....	72
Figura 6 – Análise da quantidade anual de observações de companhias reguladas e não reguladas ao longo do tempo	73
Figura 7 – Comparativo da média anual do ERRO de firmas reguladas e não reguladas	76
Figura 8 – Comparativo da média anual do GI de firmas reguladas e não reguladas	77
Figura 9 – Diagrama de Caminhos.....	83

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	13
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	21
2.1 Teoria da Agência	21
2.2 Previsões de analistas de investimentos.....	24
2.3 Gerenciamento de impressão	27
2.4 Gerenciamento de impressão das narrativas contábeis.....	28
2.4.1 Estudos internacionais	30
2.4.2 Estudos nacionais	38
2.4.3 Estudos sobre gerenciamento de impressão e previsões de analistas	43
2.5 Regulação econômica	44
2.5.1 Regulação econômica e gerenciamento de impressão.....	47
2.5.2 Regulação econômica e previsões de analistas.....	49
2.6 Modelo teórico.....	51
3 METODOLOGIA.....	53
3.1 Tipologia da pesquisa	53
3.2 Período, população e amostra do estudo.....	53
3.3 Procedimentos de coleta de dados	56
3.3.1 Relatório earnings release.....	57
3.4 Métrica do gerenciamento de impressão das narrativas contábeis.....	57
3.5 Métrica de previsões de analistas	60
3.6 Métrica da regulação econômica.....	61
3.7 Técnica estatística, modelos estimados e tratamento dos dados	62
3.8 Variáveis de controle.....	66
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	68
4.1 Estatística descritiva.....	68
4.2 Estimação do modelo de equação estrutural	77

4.3 Análise do ajuste do Modelo de Equação Estrutural	79
4.4 Análise das hipóteses da pesquisa	79
4.5 Análise das variáveis de controle	80
4.6 Análise do efeito indireto, direto e total	82
4.7 Análise do efeito mediador da variável gerenciamento de impressão.....	85
4.8 Discussão dos resultados.....	86
4.9 Testes de Robustez	89
5 CONCLUSÕES	92
APÊNDICE A.....	115

1 INTRODUÇÃO

A atuação do Estado como agente regulador de intervenção indireta no domínio econômico está disciplinada pela Constituição Federal brasileira, ao admitir a possibilidade da prestação de serviços públicos por particulares, por meio de mecanismos previstos sob a forma de concessão ou permissão (SEVERINO; CARVALHO, 2018). Nesse cenário, a regulação econômica corresponde a um conjunto complexo de ações das entidades regulatórias, que pode ser descrito como a formulação de políticas, a construção de instituições e a sua consequente fiscalização, visando aos melhores interesses da sociedade, com o objetivo de promover o interesse público, garantindo uma lucratividade que viabilize investimentos privados e a disponibilidade de um serviço em condições adequadas de qualidade e preço (CARRIGAN; COGLIANESE, 2016).

De acordo com Silva, Coelho, Lopes e Almeida (2009), a regulação econômica se comporta como um mecanismo substitutivo a falhas de mercado ou a desequilíbrios conjunturais ou estruturais, assegurando equilíbrio econômico e financeiro ao setor econômico, com o intuito de promover um ambiente institucional seguro e confiável para os agentes econômicos. Para auxiliar as atividades de regulamentação e fiscalização dos setores regulados, os órgãos reguladores prescrevem um conjunto de normas coercitivas a serem cumpridas pelas companhias reguladas, que interfere diretamente em seu ambiente informacional, que compreende o processo de elaboração e divulgação das informações contábeis (SARLO NETO, 2002).

Considerando tais aspectos no ambiente informacional das empresas, é possível questionar se a regulação econômica é capaz de reduzir erros de previsões de analistas de investimentos, uma vez que estes são considerados os principais intermediários informacionais entre empresas e investidores no processo de alocação de capital, produzindo previsões de lucro que direcionam os preços das ações e a alocação de capital no mercado financeiro (LEUZ; VERRECCHIA, 2000).

Chen *et al.* (2010) explicam que os analistas de investimentos possuem habilidades superiores de processamento de informações, porque são mais bem treinados, mais experientes e porque têm mais conhecimento sobre aspectos específicos de cada empresa, de cada setor econômico e de outros fatores do negócio, o que lhes permite elaborar previsões de lucros assertivas (BEIRUTH *et al.*, 2014). Para elaborar as previsões de lucros das companhias, os analistas de

investimentos desenvolvem um meticuloso processo de análise que passa pela compreensão da realidade do negócio, análise das informações disponíveis, elaboração de previsões, estruturação de um modelo de avaliação e tomada de decisão (MARTINEZ, 2004).

Entre as diversas informações disponíveis pelas companhias, os relatórios financeiros consistem em uma fonte vital de dados para os analistas (CHANG *et al.*, 1983; CLARKSON *et al.*, 1999), que utilizam tanto relatórios referentes a períodos anteriores quanto correntes para efetuar suas projeções dos lucros das empresas (DECHOW; SCHRAND, 2004). Considerando especificamente esses relatórios financeiros divulgados pelas companhias, questiona-se a possibilidade de a regulação econômica afetar as previsões dos analistas por meio das narrativas contábeis presentes nos relatórios. Ribeiro, Bellen e Carvalho (2011) defendem que a regulação econômica constitui um incentivo para as empresas melhorarem suas práticas de divulgação, o que faz com que os setores mais regulados divulguem mais informações do que os outros, aumentando, assim, proteção dos direitos dos investidores menos informados (STIGLER, 1971).

De acordo com estudos anteriores, os analistas utilizam até mesmo as explicações da administração, expressas em narrativas contábeis, para avaliar a adequação e a plausibilidade dos resultados para elaborarem suas previsões de lucros (ROGERS; GRANT, 1997; CLARKSON *et al.*, 1999). O estudo de Clarkson *et al.* (1999) apresentou evidências empíricas de que as narrativas contábeis são fontes de informação para as análises financeiras dos analistas de investimentos, indicando, inclusive, os fatores que potencialmente influenciam os gestores ao optarem por reduzir a qualidade da divulgação dessas narrativas. Já o trabalho de Rogers e Grant (1997) identificou que os analistas citam em seus relatórios de recomendações as explicações contidas no Relatório de Administração de forma recorrente, indicando que este se trata de uma fonte relevante na elaboração de suas previsões.

Considerando tais aspectos sobre a utilização do conteúdo narrativo dos relatórios contábeis pelos analistas, é possível questionar se a manipulação do tom das narrativas dos relatórios contábeis pelos gestores, por meio de práticas oportunistas de Gerenciamento de Impressão, é capaz de afetar a formulação de das previsões de lucros dos analistas, ao fornecer uma visão distorcida da empresa.

O gerenciamento de impressão das narrativas contábeis pelos gestores pode reduzir a qualidade da informação (BARTH; LANDSMAN; LANG, 2008). É o que se dá quando ocorrem intervenções discricionárias e intencionais nos textos dos relatórios financeiros de uma empresa pelos gestores, por meio da manipulação da retórica, com o objetivo de controlar a percepção de seus públicos de interesse e de ludibriá-los quanto ao seu desempenho econômico (HEALY; WAHLEN, 1999; MOHAMED; GARDNER; PAOLILLO, 1999).

Ao contrário dos dados numéricos dos relatórios contábeis, que são criteriosamente auditados, os elementos textuais de tais relatórios não passam por auditorias (BRÜHL; KURY, 2016), constituindo ensejo, portanto, para os gestores apresentarem sua versão dos resultados da companhia, com justificativas sob um ponto de vista particular. Clatworthy e Jones (2006) reconhecem a tendência de os gestores apresentarem narrativas sobre informações contábeis de forma seletiva, de modo a priorizar aquelas que lhes forem favoráveis e revelarem uma visão positiva do desempenho corporativo. Merkl-Davies e Brennan (2007) acrescentam que os gestores tendem a enfatizar as boas notícias em detrimento das más, manipulando o discurso das narrativas contábeis e interferindo, assim, na qualidade da informação. Desse modo, considera-se que narrativas contábeis com altos níveis de otimismo ou pessimismo são resultantes de práticas oportunistas de gerenciamento de impressão, tendo como consequência a redução da qualidade da informação, o que pode alterar a eficiência das decisões de investimento dos usuários externos (CEN; CAI, 2013).

Os estudos sobre gerenciamento de impressão das narrativas contábeis baseiam-se nos pressupostos da Teoria da Agência (BRENNAN; MERKL-DAVIES, 2013), a qual indica que os gestores exercem escolhas discricionárias para manipular as narrativas dos relatórios financeiros para ludibriar as partes interessadas no desempenho econômico da empresa (HEALY; WAHLEN, 1999). Estudos como os de Lang e Stice-Lawrence (2015), Bocmaru (2015), Guay, Samuels e Taylor (2016), Hallgren e Johansson (2016), Yan, Aerts e Thewissen (2019), Silva (2020) e Cabral *et al.* (2021) apresentaram evidências de que a adoção de práticas de gerenciamento de impressão das narrativas implica uma diminuição da qualidade da informação, reduzindo sua capacidade informativa.

Na literatura, o desenvolvimento das pesquisas sobre gerenciamento de impressão das narrativas contábeis tem seguido duas grandes correntes. A primeira

reúne pesquisas voltadas para os efeitos do discurso das narrativas contábeis no mercado de capitais, avaliando objetivamente a influência do tom verbal sobre o volume de negociações e sobre a cotação de ações no mercado de capitais (TETLOCK, 2007; TETLOCK; SAAR-TSECHANSKY; MACKASSY, 2008; HENRY, 2008; LOUGHRAN; MCDONALD, 2011; 2014; MACHADO; SILVA, 2017; AGUIAR, 2012; DEMERS; VEGA, 2011; DAVIS; PIGER; SEDOR, 2012).

A segunda corrente engloba as pesquisas estrangeiras cujos estudos se propuseram a identificar os fatores determinantes do gerenciamento de impressão (CLATWORTHY; JONES, 2006; CHO; ROBERTS; PATTEN, 2010; OSMA; GUILLAMÓN-SAORÍN, 2011; LANG; STICE-LAWRENCE, 2015; GUAY; SAMUELS; TAYLOR, 2016, LAI; MELLONI; STACCHEZZINI, 2016; HALLGREN; JOHANSSON, 2016; CAGLIO; MELLONI; PEREGO, 2020).

Dessa forma, muito pouco se sabe sobre como os analistas reagem ao gerenciamento de impressão em divulgações narrativas, se eles são ou não confundidos pelos gestores em sua atividade de previsão (BARTON; MERCER, 2005; MERKL-DAVIES; BRENNAN, 2007), pois foram encontrados apenas três estudos acerca da relação entre o gerenciamento de impressão das narrativas contábeis e os erros de previsões dos analistas (BOCMARU, 2015; YAN; AERTS; THEWISSEN, 2019; CABRAL *et al.*, 2021).

Enquanto Bocmaru (2015) e Cabral, Pain, Souza e Bianchi (2021) encontraram uma relação positiva entre gerenciamento de impressão das narrativas contábeis e erros de previsões de analistas, Yan, Aerts e Thewissen (2019) revelaram que narrativas contábeis com altos níveis de otimismo estão associadas a previsões mais assertivas, mostrando que ainda não há consenso na literatura sobre essa relação, carecendo de mais estudos para ser melhor compreendida.

Assim, retomando-se a questão da regulação econômica, Armstrong, Balakrishnan e Cohen (2012), Bozec e Bozec (2012) e Langbein e Knack (2010) constataram que o Estado, ao incrementar incentivos regulatórios em um país, favorece ao ambiente informacional das empresas, pois reduz incentivos para a procura de informações privadas para fins especulativos, produzindo melhoria significativa no ambiente informacional das empresas.

Com base nesses achados, há expectativa de que a regulação econômica afete o ambiente informacional das empresas, levando, por exemplo, a uma redução

de práticas de gerenciamento de impressão das narrativas contábeis, o que pode, por sua vez, estar associado à redução dos erros nas previsões dos analistas.

Com o propósito de se obter maior clareza sobre a temática, procura-se responder o seguinte questionamento: **Qual é a relação entre regulação econômica, gerenciamento de impressão das narrativas contábeis e previsões de analistas das companhias brasileiras?**

Desse modo, o objetivo geral do presente estudo é **investigar a relação entre regulação econômica e previsões de analistas das companhias brasileiras, e se esta relação é afetada pelo gerenciamento de impressão das narrativas contábeis.**

Pesquisas anteriores apontam que um ambiente mais regulado inibe problemas de risco moral ocasionados pelos gestores, fornecendo um ambiente de divulgação corporativa com menor exposição a práticas oportunistas (LANG; LINS; MILLER, 2003; BRADSHAW; 2009; HE; YANG, 2014, BAIOCO; ALMEIDA; RODRIGUES, 2014; MASO; KANAGARETNAM; LOBO; TERZANI, 2018), como é o caso do gerenciamento de impressão. Conseqüentemente, ao reduzir as possibilidades de práticas oportunistas, eleva-se a qualidade da informação divulgada, ocasionando um aumento da capacidade informativa das divulgações corporativas, o que, por sua vez, tende a apresentar previsões de analistas mais precisas e menos dispersas, conforme encontrado por Lang e Russell (1996) e Hope (2003).

Nesse sentido, esta **TESE defende que a regulação econômica atua como forma de monitoramento dos gestores, reduzindo a ocorrência de problemas de risco moral, portanto, inibindo práticas oportunistas, como é o caso do gerenciamento de impressão das narrativas contábeis. Por sua vez, diante de uma informação contábil menos exposta às práticas oportunistas, os analistas de investimentos seriam capazes de projetar expectativas mais realistas sobre o preço das ações, o que reduziria o erro estimado das previsões do lucro por ação das companhias. Desse modo, espera-se que o gerenciamento de impressão das narrativas contábeis medie a relação entre a regulação econômica e as previsões de analistas.**

Este estudo se justifica pela contribuição empírica e inédita que pode oferecer à academia, ao mercado e aos órgãos reguladores sobre previsão dos analistas, gerenciamento de impressão das narrativas contábeis e regulação econômica das

companhias brasileiras. Até o momento, não se identificou estudo tratando da relação entre *enforcement* exercido pela regulação econômica, gerenciamento de impressão das narrativas contábeis e previsões de analistas. Assim, este estudo se diferencia ao investigar se incentivos regulatórios são capazes de aumentar a qualidade das previsões de analistas de forma direta e, também, de forma indireta, ao examinar se o gerenciamento de impressão das narrativas contábeis é capaz de mediar a relação entre regulação econômica e previsões de analistas.

De acordo com Karamanou (2012) e Huang e Boateng (2016), pouco ainda se sabe sobre previsões de lucros dos analistas em países emergentes, necessitando-se, então, de pesquisas que busquem investigar os determinantes das previsões nesses mercados, dadas as suas características peculiares, se comparadas com a dos mercados desenvolvidos. Além disso, os analistas que fazem a cobertura de empresas brasileiras são menos numerosos e abrangem um número limitado de empresas, quando comparado ao de países desenvolvidos (GATSIOS, 2018).

Além disso, ainda são poucos os estudos que se dedicaram a analisar o gerenciamento de impressão das narrativas contábeis em países emergentes. De acordo com Leary e Kowalski (1990), a motivação para essa prática oportunística é maior quando os recursos são escassos, o que pode levar as companhias de países emergentes a ofertar incentivos ainda maiores para atrair a atenção de investidores e analistas, com o objetivo de captar recursos financeiros com menor custo.

Martins e Barros (2021) acrescentam que os mercados emergentes fornecem um ambiente interessante, porque, sem dúvida, há mais variações em suas características do que nas dos países desenvolvidos. Assim, o estudo de companhias brasileiras é relevante para o melhor conhecimento desses mercados que, em grande parte, são marcados por instabilidade econômica e política e limitados por um ambiente institucional de baixa proteção legal a investidores minoritários (LA PORTA *et al.*, 2002).

Lopes e Walker (2008) destacam que o Brasil possui incentivos para manipulação da informação contábil em razão da influência fiscal, da volatilidade e da instabilidade do mercado de capitais e da precariedade dos padrões de governança corporativa, o que proporciona um ambiente favorável para a condução de um estudo empírico sobre o gerenciamento de impressão.

Complementando, Vieira e Mendes (2006) afirmam que o mercado de capitais brasileiro é um ambiente caracterizado por empresas com estrutura familiar, com

ações historicamente negociadas, em sua maioria, por investidores institucionais com perfil pautado pelo curto prazo, indicando maior risco, maior retorno e maior volatilidade, quando comparado a mercados mais maduros.

Outra contribuição do estudo refere-se ao relatório financeiro escolhido para investigar o gerenciamento de impressão das narrativas contábeis: os relatórios *earnings releases* divulgados pelas companhias na ocasião da divulgação de seus resultados trimestrais e anuais.

A escolha pelo relatório *earnings release* se deu por ser este o primeiro anúncio de desempenho emitido após o encerramento de cada trimestre, antecipando o valor informativo das informações financeiras subsequentes, redigido em narrativa discricionária, não apresentando padronização estabelecida pelos órgãos reguladores nem sendo escopo de auditoria independente.

Segundo Rogers e Grant (1997), esse relatório é o documento mais importante de divulgação financeira, mesmo para analistas de investimentos. Alguns estudos sobre o relatório *earnings release* apoiam a relevância de suas informações (BARRON *et al.*, 1999; HOLDER-WEBB; COHEN, 2007), enquanto outros criticam sua confiabilidade e eficácia (BROWN; TUCKER, 2011; SUTTON *et al.*, 2012).

Em vários casos, o relatório *earnings release* consiste em uma ferramenta importante para a gestão, pois permite divulgar “estrategicamente” boas e más notícias que vão ao encontro das expectativas dos investidores (TRUEMAN, 1997; HUTTON; STOCKEN, 2009). Ainda assim, apesar de sua relevância, poucos estudos aplicam a análise de texto ao *earnings release* (ARENA *et al.*, 2015; CLARKSON, 1994, CLARKSON *et al.*, 1999; DAVIS; TAMA-SWEET, 2012; FELDMAN *et al.*, 2010; HALES *et al.*, 2011; LI, 2008). Assim, Clatworthy e Jones (2006) sugerem que os gestores são estimulados a utilizar o gerenciamento de impressão nesse tipo de relatório.

Por fim, deve-se ressaltar também a importância deste estudo para o mercado de capitais, ao apresentar um panorama atualizado das empresas brasileiras listadas. Ferreira e Martins (2016) destacam que a escassez de estudos viabiliza e incentiva a produção de pesquisas científicas que tratem especificamente desse ambiente.

Nesse sentido, vislumbra-se ainda uma contribuição a agentes atuantes no mercado de capitais (investidores e instituições de investimento, por exemplo), ao se apresentar um conteúdo relativo ao ambiente institucional de baixa proteção aos

minoritários, que, segundo La Porta, Lopez-De-Silanes e Shleifer (1999) e Santiago-Castro e Brown (2007), constitui um de seus principais problemas.

Esta tese está organizada nesta introdução e quatro capítulos. O capítulo 2 discorre sobre os fundamentos teóricos e conceituais e apresenta a revisão de literatura apreciada, destacando as pesquisas mais relevantes, seus resultados e evidências empíricas apuradas, bem como as hipóteses a serem testadas na pesquisa. O capítulo 3 descreve a metodologia aplicada à pesquisa, destacando a análise dos dados e da amostra, e mostrando as dificuldades associadas à coleta e ao tratamento dos dados, assim como apresenta o modelo econométrico utilizado na busca de resultados. O capítulo 4 expõe e analisa os resultados do processo investigativo, apresentando as evidências encontradas e explicitando os resultados dos testes estatísticos representativos das hipóteses levantadas. Por fim, o último capítulo apresenta as conclusões e comentários finais sobre a pesquisa, sugerindo temas para pesquisas futuras.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Neste capítulo é apresentada a fundamentação teórica da pesquisa. São apresentados os conceitos teóricos e técnicos necessários para responder o problema de pesquisa e atingir os objetivos propostos nesta tese. Nesse sentido, foi realizada uma revisão da teoria e dos principais trabalhos publicados na literatura nacional e internacional, com o intuito de fundamentar as bases teóricas para o presente trabalho.

2.1 Teoria da Agência

A Teoria da Agência tem origem no estudo realizado por Berle e Means (1932), na obra *"The Modern Corporation and Private Property"*, em que seus autores discutiram, preliminarmente, os benefícios e custos potenciais da separação entre propriedade e controle, modelo vigente em algumas corporações norte-americanas na década de 1930. Entre os custos potenciais discutidos, os autores observaram que a dispersão da propriedade fortaleceria o poder dos gestores, aumentando as chances de os mesmos agirem em interesse próprio, e não dos acionistas.

A partir desse estudo seminal, foram desenvolvidas diversas outras pesquisas que ampliaram a compreensão sobre a separação entre propriedade e gestão ou, mais especificamente, entre ganhos residuais e funções de controle, entre as quais se destacaram os trabalhos sobre direitos de propriedade e teoria dos contratos de Coase (1937, 1960) e os trabalhos pioneiros sobre custos de agência de Wilson (1968), Arrow (1970) e Ross (1973).

Conforme Coase (1937), em um contexto em que há maior complexidade de operações nas corporações, irrompe-se um novo paradigma em que a firma é definida como um complexo de contratos com o intuito de conduzir as transações, levando em consideração a existência das suposições humanas (oportunismo e racionalidade limitada) e organizacionais (de conflito de interesse, eficiência e assimetria de informações), definindo os custos de transação como aqueles custos de estruturação de contratos, mensuração e fiscalização dos direitos de propriedade, monitoramento e controle do desempenho e de desenvolvimento das atividades organizacionais.

Os estudos de Wilson (1968) e Arrow (1970) introduziram a ideia de que os custos de agência surgem em qualquer situação que envolva um espaço cooperativo comum a duas ou mais pessoas que não compartilham uma noção de riscos, incorporando o conceito do risco moral na análise da relação entre acionista e gestor, argumentando que gestores não compartilham a noção de riscos dos acionistas.

Diante desse conflito de interesses, Ross (1973) compreendeu que se tratava de um problema de incentivos, ou seja, que os acionistas deveriam criar estruturas que garantissem que os interesses dos gestores estivessem alinhados com os dos acionistas, analisando matematicamente o problema, preocupando-se em construir um modelo teórico que pudesse ter aplicação prática para propor uma compensação ótima para o agente, delineando o conceito de custos de agência. No entanto, segundo o autor, a solução para o problema do principal nunca será ótima, pois a dificuldade reside em uma possível inviabilidade econômica do monitoramento das ações do agente.

É nesse cenário que Jensen e Meckling (1976) definem o termo “relacionamento de agência” como aquele em que há um contrato em que o proprietário (o principal) engaja o gestor (o agente), para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para a tomada de decisão pelo agente, tornando possível, a partir de tal definição, explicar o relacionamento de agência por meio de uma unidade básica de análise: o contrato.

Apesar da incontestável relevância dos trabalhos anteriores sobre o assunto, o estudo seminal de Jensen e Meckling (1976) é considerado um divisor de águas na literatura da economia financeira, a partir do qual foi estruturada a Teoria da Agência, foram desenvolvidos inúmeros trabalhos empíricos e geradas novas modelagens teóricas.

Especificamente, o trabalho de Jensen e Meckling (1976) apresentou três contribuições principais: I) a criação de uma teoria de estrutura de propriedade das companhias baseada nos conflitos de interesse entre principal e agente, com previsões testáveis empiricamente; II) a definição de um novo conceito de custos de agência, como sendo aqueles que o principal assume a fim de monitorar o comportamento do agente; e III) uma nova definição da firma, descrevendo-a como uma “ficção legal” que serve como *nexus* para um conjunto de relacionamentos contratuais entre os indivíduos.

Em relação aos custos de agência, o processo de alinhamento entre os interesses entre principal e agente segue como um desafio a ser vencido, em toda a sua subjetividade e complexidade, uma vez que as análises de Jensen e Meckling (1976), embora fundamentais, podem ser consideradas tentativas iniciais de tratar a questão, já que até o momento não se chegou a modelos rigorosos que incluíssem prescrições seguras para decisões ótimas acerca de temas-chave, como estrutura de capital, remuneração dos gestores, políticas de investimento, conselho de administração e *disclosure*.

Além disso, o processo de alinhamento entre os resultados buscados pelos agentes e os resultados almejados pelo principal enfrenta outra dificuldade, além do conflito de agência: a assimetria informacional, que se manifesta quando alguma parte em um negócio detém maior vantagem informacional (LIMA, 2013).

Considerando que os custos de agência têm origem no comportamento oportunístico do gestor, seja por expropriação praticada, seja por benefícios privados decorrentes do controle, há uma correlação positiva entre a assimetria informacional e os custos de agência.

Nesse sentido, a demanda por redução da assimetria informacional ocorre em função da redução dos custos de agência, o que permite supor que a assimetria informacional dispõe de valor econômico, ajustado em função da diferença no nível de conhecimento das partes negociadoras (COELHO, 2007).

Nesse contexto, a literatura tem se dedicado a investigar mecanismos capazes de minimizar a assimetria da informação. Nesse sentido, destaca-se o trabalho dos analistas de investimentos, que competem com outros mecanismos na mitigação da assimetria, como a contabilidade, a auditoria, o conselho de administração, a mídia e o próprio preço de mercado (LIMA, 2013).

O analista de investimentos é tratado na literatura como um usuário destacado da informação contábil, já que utiliza informações publicamente disponíveis para elaborar as previsões de lucros das companhias, que consistem numa ferramenta fundamental para as decisões de alocação de recursos e gestão de risco dos investidores.

Para Oliveira e Coelho (2016), o analista de investimentos corresponde ao mais importante intermediário da informação entre empresas e investidores, uma vez que este reduz o risco e a incerteza na tomada de decisão dos agentes no momento do investimento por meio de suas previsões de lucros.

2.2 Previsões de analistas de investimentos

As previsões de lucros divulgadas pelos analistas de investimentos são utilizadas pelos investidores para a tomada de decisão sobre a compra, venda ou manutenção dos investimentos, já que esses profissionais tendem a ter conhecimento de um conjunto de informações maior do que o do investidor individual, além da própria experiência na avaliação da empresa e do setor econômico (MARTINEZ, 2004).

Em geral, as previsões de analistas são importantes para o mercado de capitais porque, mesmo antes da divulgação do resultado das companhias, já fornecem um consenso sobre esse valor que é antecipadamente utilizado pelos investidores e pelas mesas de operação como uma avaliação do resultado real das empresas, possibilitando reduzir a assimetria informacional e sinalizar ao mercado dados significativos (GATSIOS, 2017).

O consenso dos analistas sobre o resultado de uma companhia consiste na média das previsões de todos os analistas de investimentos que acompanham aquela empresa nos últimos três meses da data de emissão da projeção (ASQUITH; MIKHAIL; AU, 2005). Em regra, as pesquisas utilizam o consenso da previsão dos analistas, em vez de a previsão individual, pois o consenso apresenta sistematicamente melhor desempenho do que a previsão individual e desempenho tão bom quanto outros métodos mais complexos para estimar as expectativas do mercado de capitais (MARTINEZ, 2006).

A pesquisa sobre previsões de analistas de investimentos se debruça sobre a avaliação da qualidade das projeções de lucros das companhias, o impacto dessas estimativas no mercado de capitais e os determinantes das propriedades dessas projeções (BEIRUTH, 2012; BOFF; PROCIANOY; HOPPEN, 2006; DALMÁCIO; LOPES; REZENDE; SARLO NETO, 2013; EID JR.; ROCHMAN, 2006; ESTETER; PEDREIRA; BARROS, 2011; GATSIOS; LIMA, 2014; GATSIOS; LIMA; ASSAF NETO, 2016; GATSIOS, 2017; LIMA, 2013; LIMA; ALMEIDA, 2015; MARTINEZ, 2004, 2007; MARTINEZ; DUMER, 2014; PAULO; LIMA; LIMA, 2006).

Em geral, esses estudos avaliam três propriedades das previsões de analistas: acurácia, dispersão e erro das previsões divulgadas (MARTINEZ, 2004). A acurácia da previsão diz respeito à proximidade da estimativa ao valor divulgado, relacionando-se positivamente à qualidade da previsão. A dispersão das estimativas

corresponde à variabilidade das estimativas dos analistas que cobrem a mesma empresa, relacionando-se de maneira negativa com a qualidade das previsões dos analistas (MARTINEZ, 2004).

Já o erro na previsão de lucros, que ocorre quando a previsão se afasta sistematicamente do resultado efetivamente auferido pela empresa, está negativamente associado à qualidade das previsões e pode indicar um viés positivo ou negativo por parte dos analistas de investimentos (GU; WU, 2003).

Conforme apresentado por Lima (2013), é reduzido o número de pesquisas na área de previsões dos analistas para o caso brasileiro, quando comparado com a literatura internacional sobre o tema. Os trabalhos de Martinez (2007, 2008 e 2009) e Saito, Villalobos e Benetti (2008) mostram evidências de que, do ponto de vista da acurácia das previsões de lucros das empresas, os analistas do Brasil apresentam menor desempenho do que os de outros mercados, como o norte-americano.

Além disso, as particularidades econômicas também podem influenciar tal processo, como a instabilidade do mercado, a menor quantidade de ativos negociados, a quantidade diferenciada da população investidora e, principalmente, a ausência de mecanismos efetivos que promovam a competição na atividade (LIMA JR., 2017).

De acordo com a literatura, o processo de elaboração das previsões dos analistas compreende um meticuloso processo de análise que passa pela compreensão da realidade do negócio, análise das informações disponíveis, elaboração de previsões, estruturação de um modelo de avaliação e tomada de decisão (MARTINEZ, 2004).

Na etapa da análise das informações disponíveis, os analistas examinam informações imperfeitas publicamente disponíveis e buscam informações sem custo sobre os possíveis determinantes da capacidade de crescimento e geração de retorno das companhias (FISCHER; STOCKEN, 2010).

Nesse sentido, as informações financeiras divulgadas pelas empresas exercem um papel que se constitui na mais importante fonte de informação para suas projeções de lucros e recomendações de compra e venda de ações (LANG; LUNDHOLM, 1996; MARTINEZ, 2006, DALMÁCIO *et al.*, 2013; BOFF; PROCIANOY; HOPPEN, 2006; ROGERS; GRANT, 1997; CLARKSON *et al.*, 1999).

Chen, Miao e Shevlin (2015) comprovaram essa afirmação ao revelarem evidências empíricas de que a qualidade dos relatórios anuais divulgados pelas

empresas, mensurada pelo nível de detalhamento das informações contábeis, está positivamente associada à qualidade das previsões dos analistas.

Além dos relatórios anuais divulgados, que consistem em informações com divulgação mandatória, estudos mostram que os analistas de investimentos também utilizam divulgações voluntárias como fontes de suas previsões de lucros (VERRECCHIA, 2001; SILVA; SLEWINSKI; SANCHES; MORAES, 2015).

As divulgações voluntárias, como é o caso de Relatórios de Administração, *Earnings Releases*, *Press Releases*, *Management Discussion and Analysis*, *Guidance*, entre outros relatórios, são peças de comunicação não regulamentadas e, portanto, sujeitas à manipulação dos gestores. Devido à ausência de padrão para esse tipo de comunicação, os gestores obtêm uma oportunidade para apresentarem sua versão sobre os resultados divulgados nos relatórios financeiros entre outros, utilizando gerenciamento de impressão das narrativas contábeis.

O primeiro estudo que investigou se os analistas de investimentos utilizam as narrativas de divulgações voluntárias como fonte para suas previsões de lucros foi o trabalho de Rogers e Grant (1997). Esses autores identificaram que os analistas citam, de forma recorrente, as explicações contidas no Relatório de Administração em seus relatórios de recomendações de compra e venda de ações, apontando que este se trata de uma fonte relevante na elaboração suas previsões.

Corroborando esses autores, Clarkson, Kao e Richardson (1999) também apresentaram evidências empíricas de que as narrativas contábeis de divulgações voluntárias são fontes de informação para a formulação das previsões de lucros dos analistas, indicando, inclusive, os fatores que potencialmente influenciam os gestores a optarem por reduzir a qualidade dessas narrativas. Esses autores descobriram que conteúdo narrativo do relatório *Management Discussion and Analysis* (MD&A), adotado pela Securities and Exchange Commission (SEC) em 1980, era utilizado pelos analistas de investimentos, consistindo em informações incrementais, fato que até então não havia sido comprovado.

Como se pode perceber, divulgações voluntárias de caráter preponderantemente narrativo começam gradualmente a serem notadas e consideradas na pesquisa sobre as previsões de analistas (YUTHAS; ROGERS; DILLIARD, 2002) com o intuito de investigar se a manipulação do tom das narrativas dos relatórios contábeis pelos gestores, por meio de práticas oportunistas de

Gerenciamento de Impressão, é capaz de afetar a formulação de previsões de lucros dos analistas, ao fornecer uma visão distorcida da empresa.

2.3 Gerenciamento de impressão

O gerenciamento de impressão foi proposto por Erving Goffman (1959), a partir da Sociologia e da Psicologia Social (MENDONÇA, 2004). Segundo o autor, trata-se de um conceito que pode ser explicado como a representação dramática de um indivíduo que pretende controlar aquilo em que os outros acreditam a respeito dele por meio de sua comunicação.

Goffman (1959, p. 23) descreve existirem “muitos motivos pelos quais as pessoas buscam controlar impressões”; contudo, “independentemente do objetivo particular que o indivíduo tenha em mente e da razão desse objetivo, será do interesse dele regular a conduta dos outros, principalmente a maneira como o tratam”.

Em tal contexto, esse autor introduz a ideia de que o indivíduo “tenderá a incorporar e exemplificar os valores oficialmente reconhecidos pela sociedade” (GOFFMAN, 1959, p. 90) diante dos outros mediante sua performance, utilizando estratégias que visam apresentar informações de forma seletiva, dando ênfase a revelações positivas, ofuscando notícias negativas e abreviando ou omitindo informações indesejáveis (GOFFMAN, 1959).

Nessa perspectiva, ao indicar que os indivíduos utilizam o gerenciamento de impressão de maneira a propiciar a realização de seus objetivos e metas, tanto individualmente quanto como membros de grupos e organizações, Goffman (1959, p. 191) determina que “a arte de manipular a impressão” pode ser utilizada sob a metáfora dramática e que o palco compreende diferentes cenários da vida organizacional, cujos atores, ou gestores, podem dramatizar para influenciar seus diversos públicos de interesse.

Corroborando essa ideia, Mendonça, Vieira e Espírito Santo (1999) defendem que o gerenciamento de impressão deve ser entendido como certos comportamentos voltados para a criação de impressões positivas em indivíduos, grupos ou organizações como um todo, podendo ser considerado uma característica universal do comportamento humano, por meio do qual as pessoas tentam comunicar e transmitir imagens e identidades desejadas para outros indivíduos considerados relevantes.

Assim, no contexto corporativo, o gerenciamento de impressão pode ser entendido como uma ferramenta voltada para controlar as impressões sobre a organização, com o propósito de melhorar ou manter uma imagem corporativa, transformando-a em um recurso simbólico, a fim de garantir o controle de sua reputação na sociedade e sua continuidade operacional para obter facilidades, protegendo-se de incertezas do ambiente social (BROWN, 1994).

O gerenciamento de impressão tem sido amplamente pesquisado fora da Psicologia, com estudos em diferentes áreas do conhecimento humano, como a política (HALL, 1972), a medicina (LEWIN; REEVES, 2011), a administração (GIACALONE; ROSENFELD, 2013) e a contabilidade (NEU, 1991).

Na contabilidade, o gerenciamento de impressão envolve a manipulação da apresentação e divulgação de informações verbais (por exemplo, manipulação de facilidade de leitura, manipulação retórica, manipulação temática, manipulação visual e estrutural, atribuição de desempenho) e numéricas (por exemplo, manipulação visual e estrutural, comparações de desempenho, escolha do número de ganhos) (GODFREY *et al.*, 2003).

Em razão da discricionariedade que possuem ao regir explicações e justificativas sobre o desempenho das companhias, os gestores podem adotar o gerenciamento de impressão nas narrativas contábeis, por meio da manipulação da apresentação e divulgação de informações verbais.

Ao contrário dos dados numéricos, que são criteriosamente auditados, os elementos textuais dos relatórios contábeis não passam por auditorias rigorosas (BRÜHL; KURY, 2016), o que permite ao gestor, por exemplo, priorizar informações que lhe sejam favoráveis, apresentando sua versão para os resultados da companhia e justificativas sobre o próprio ponto de vista. Essas narrativas contábeis, dotadas de práticas oportunistas de gerenciamento de impressão, têm como consequência a redução da qualidade da informação, o que pode alterar a eficiência das decisões de investimento dos usuários externos (CEN; CAI, 2013).

2.4 Gerenciamento de impressão das narrativas contábeis

Os estudos acerca do gerenciamento de impressão das narrativas contábeis, em regra, utilizam como medida o tom ou sentimento textual dos textos, atribuindo às narrativas um posicionamento de otimismo ou de pessimismo, levando em conta

as palavras empregadas no processo de comunicação (BEATTIE, 2014; HUANG; TEOH; ZHANG, 2014).

Dentro desse cenário, pode-se considerar que narrativas contábeis com altos níveis de otimismo ou pessimismo são produto de práticas oportunistas de gerenciamento de impressão pelos gestores, que podem ter como consequência a redução da qualidade da informação, uma vez que podem enviesar as decisões de investimento dos usuários e analistas (CEN; CAI, 2013).

Em regra, os estudos sobre o gerenciamento de impressão das narrativas contábeis afirmam que a presença de um maior gerenciamento de impressão implica uma informação contábil de mais baixa qualidade, o que distingue a relevância deste tópico na literatura sobre a qualidade da informação.

Estudos como os de Lang e Stice-Lawrence (2015), Bocmaru (2015), Guay, Samuels e Taylor (2016), Hallgren e Johansson (2016), Yan, Aerts e Thewissen (2019), Silva (2020) e Cabral *et al.* (2021) constataram que a adoção de práticas de gerenciamento de impressão das narrativas implica uma diminuição da qualidade da informação, sendo essa relação mais forte quando as empresas apresentam baixo desempenho.

Dessa forma, um baixo desempenho de uma entidade pode funcionar como um incentivo aos gestores para adotarem gerenciamento de impressão, criando discursos que desassociem sua imagem de um resultado negativo, neutralizando possíveis consequências negativas e evitando que a reputação da empresa seja comprometida com respostas indesejadas, como ocorre com relatórios desfavoráveis de analistas e baixas classificações de *rating* crédito (PRAKASH; RAPPAPORT, 1977; BRÜHL; KURY, 2016).

De acordo com Brennan e Merkl-davies (2013), em regra, os estudos sobre gerenciamento de impressão das narrativas contábeis são baseados nos pressupostos da Teoria da Agência. De uma forma geral, essa literatura indica que os gestores exercem escolhas discricionárias para manipular as narrativas dos relatórios financeiros para ludibriar as partes interessadas sobre o desempenho econômico subjacente da empresa (HEALY; WAHLEN, 1999).

Ao utilizarem práticas de gerenciamento de impressão nas narrativas contábeis corporativas, os gestores apresentam uma visão autointeressada do desempenho corporativo (CLATWORTHY; JONES, 2006), introduzindo um discurso favorável, supostamente para se beneficiar de fatores como o aumento da

remuneração (RUTHERFORD, 2003; COURTIS, 2004), que podem não ser necessariamente consistentes com os interesses dos acionistas.

Tal circunstância é justificada por Tennyson *et al.* (1990), que defendem que os gestores são motivados a manipular as percepções de desempenho financeiro e perspectivas de pessoas de fora para desviar a atenção de fatores que podem ter gerado desempenho desfavorável.

Assim, à luz da Teoria da Agência, os gestores podem agir em prol de seus objetivos individuais de curto prazo, exercendo escolhas discricionárias com o intuito de ludibriar as partes interessadas de uma companhia, distorcendo a percepção dos investidores e demais interessados nas informações da gestão, quanto ao desempenho e projeções financeiras (HEALY; WAHLEN, 1999; MERKL-DAVIES; BRENNAN; MCLEAY, 2010).

2.4.1 Estudos internacionais

De forma geral, as pesquisas estrangeiras sobre gerenciamento de impressão das narrativas contábeis podem ser segmentadas em dois grandes grupos. O primeiro grupo de pesquisas concentrou-se nos efeitos do discurso das narrativas contábeis no mercado de capitais, avaliando objetivamente a influência que o tom verbal de uma informação exerce sobre o volume de negociações e a cotação de ações no mercado de capitais. O segundo grande grupo de pesquisas reúne estudos que se propuseram a identificar os fatores determinantes do gerenciamento de impressão.

Tetlock (2007) investigou as interações das notícias na mídia financeira especializada com o mercado de ações, analisando conteúdos diários sobre empresas da coluna popular "*A breast of the market*" do *Wall Street Journal* no período 1984-1999. Os resultados evidenciaram que altos níveis de pessimismo da mídia implicam efeito negativo sobre a cotação das ações e que tanto o baixo quanto o alto pessimismo levam a um alto volume de negociações no mercado de capitais.

Tetlock, Saar-Tsechansky e Mackassy (2008) ampliaram a análise de Tetlock (2007), medindo agora não somente o tom de uma coluna, mas de todo o *Wall Street Journal* e do *Dow Jones News Service*, no período 1980-2004. Os autores acompanharam os retornos das ações e investigaram se haveria alguma associação entre uma quantidade maior de palavras negativas e o desempenho futuro das

companhias. Os resultados obtidos confirmaram a hipótese de que um maior pessimismo em notícias especializadas sobre uma empresa indica um baixo desempenho financeiro, principalmente quando relacionadas com a sua situação financeira.

Henry (2008) elaborou um dicionário específico para o contexto do mercado financeiro (*Henry's Finance Dictionary*) e investigou se o tom dos comunicados à imprensa sobre os lucros é capaz de influenciar o mercado de capitais. Para tanto, o autor analisou a frequência das palavras positivas e negativas dos comunicados emitidos por empresas de telecomunicações e da indústria de computadores listadas na *Security Exchange Commission* (SEC) no período 1998-2002, encontrando que os retornos das ações se elevam à medida que o tom se apresenta mais positivo, confirmando, dessa forma, a hipótese de que o tom do discurso influencia o comportamento do mercado de capitais.

Argumentando que o *Harvard Psycho-sociological Dictionary* poderia não ser adequado para a análise de textos financeiros, Loughran e McDonald (2011) criaram um dicionário específico para a área (*Loughran-McDonald Dictionary*). Esses autores relacionaram a frequência das palavras positivas e das negativas encontradas nos relatórios anuais de companhias listadas na Comissão de Valores Mobiliários dos Estados Unidos (*Security Exchange Commission – SEC*) aos efeitos do mercado de capitais, por meio da análise de variáveis como o volume de negócios, os ganhos inesperados e a volatilidade no retorno das ações. Como resultado, os autores encontraram evidências apontando que o tom pessimista dos relatórios está relacionado ao aumento da volatilidade das ações e do volume negociado no mercado de capitais.

Demers e Vega (2011) analisaram os tons das narrativas de divulgação dos resultados trimestrais na imprensa e o seu impacto no mercado de capitais. Foram examinados cerca de 20 mil textos de companhias listadas na SEC, publicados no período de janeiro de 1998 a julho de 2006. Como resultado, os autores observaram que os tons nos anúncios dos lucros influenciam a dinâmica da cotação das ações e o volume negociado no mercado de capitais.

Davis, Piger e Sedor (2012) investigaram a relação dos tons dos discursos de teleconferências de resultados trimestrais com a reação do mercado correspondente. Os achados revelaram que o tom otimista da teleconferência influencia a cotação das ações ao longo dos sessenta dias de negociação após os

eventos virtuais. Especificamente, o tom otimista da seção de perguntas e respostas na teleconferência exerce influência ainda maior no volume negociado de ações de empresas que não pagam dividendos, ilustrando diferenças no comportamento do investidor com base no nível de incerteza do fluxo de caixa.

Huang, Teoh e Zhang (2014) investigaram como os investidores reagem ao gerenciamento dos tons dos textos de anúncios de resultados anuais de companhias listadas na SEC no período 1997-2007. Os achados indicaram que o gerenciamento de impressão dos tons é capaz de influenciar os investidores e que esse efeito é incremental ao efeito do gerenciamento de resultados. No geral, as evidências indicaram que os tons desses anúncios estão associados aos retornos das ações e aos respectivos volumes negociados.

Em regra, os resultados desses estudos revelaram que o tom do discurso influencia a dinâmica da cotação das ações, já que a ausência de um tom neutro impacta os retornos anormais das ações e o correspondente volume negociado (DAVIS; PIGER; SEDOR, 2012; DEMERS; VEGA, 2011; HENRY, 2008; LOUGHRAN; MCDONALD, 2011).

O citado estudo de Huang, Teoh e Zhang (2014) se destaca por analisar, além dos efeitos no mercado de capitais, os possíveis incentivos que a empresa recebe para realizar o gerenciamento de impressão. A pesquisa revelou que o tom otimista dos anúncios de lucros da companhia está associado a um mau desempenho empresarial, indicando que o tom é mais otimista quando a empresa tenta superar os resultados anteriores e as previsões dos analistas, ou, até mesmo, antes de nova emissão de ações ou de fusão ou aquisição. Por outro lado, esses autores revelaram que as empresas utilizam tons mais pessimistas quando concedem remuneração em ações aos executivos. Adicionalmente, concluíram também que o gerenciamento de impressão está mais associado a empresas mais antigas, cuja experiência no mercado é maior e cujos saldos de balanços patrimoniais são mais elevados.

O segundo grande grupo de pesquisas reúne estudos que se propuseram a identificar os fatores determinantes do gerenciamento de impressão, comentados a seguir.

Clatworthy e Jones (2006) investigaram, no Reino Unido, a diferença entre as características textuais das mensagens dos presidentes nos relatórios financeiros de empresas lucrativas e aquelas relacionadas a companhias não lucrativas. Os

resultados revelaram que as empresas não lucrativas enfatizam mais o futuro e menos os indicadores financeiros e os resultados quantitativos, além de utilizar um reduzido número de sentenças na voz passiva.

Cho, Roberts e Patten (2010) investigaram se as narrativas de divulgações ambientais de empresas listadas na SEC estavam associadas aos respectivos desempenhos ambientais. Os resultados apontaram que as empresas com os piores desempenhos ambientais tendem a apresentar níveis mais elevados de gerenciamento de impressão, além de divulgar menos informações, na tentativa de evitar a exposição negativa.

Osma e Guillamón-Saorín (2011) investigaram a associação entre governança corporativa e gerenciamento de impressão em comunicados de resultados anuais de companhias abertas espanholas. Esses autores criaram uma medida para segregar essas empresas, com um índice de governança variando entre 1 (forte) e 0 (fraca). Os achados revelaram que uma governança corporativa forte minimiza o gerenciamento de impressão, argumentando que as companhias com governança mais forte são mais propensas a incluir informações pessimistas em seus comunicados distribuídos com a imprensa.

Davis *et al.* (2014) investigaram, em 1.500 empresas estadunidenses de capital aberto, se há características dos *Chief Executive Officers* (CEOs) e *Chief Financial Officers* (CFOs) que determinem os tons das teleconferências relacionadas aos anúncios de lucros. Os achados apontaram que as características específicas dos gestores estão associadas à prática de gerenciamento de impressão nos relatórios das companhias, mais especificamente ao discurso otimista. Esses autores revelaram que fatores como gênero, idade, envolvimento em trabalhos sociais, período de ingresso no mercado de trabalho e experiências educacionais e profissionais dos CEOs e CFOs influenciam os tons dos discursos das companhias.

Lang e Stice-Lawrence (2015) investigaram os atributos textuais em 87.608 relatórios anuais de 15 mil empresas de 42 países, referentes ao período 1998-2011. Descobriram que as narrativas contábeis com mais qualidade estão associadas a fatores como maior liquidez, maior cobertura dos analistas e maior participação de fundos de investimento na estrutura de propriedade. Além disso, os autores afirmaram que os países adotantes das IFRS apresentaram discursos de mais qualidade, indicando que o ambiente institucional regulado é favorável para o aumento da qualidade da divulgação.

Guay, Samuels e Taylor (2016) investigaram se os gestores usam o gerenciamento de impressão nas narrativas contábeis das demonstrações financeiras para mitigar os efeitos negativos do não cumprimento das previsões de *guidance* divulgadas ao longo dos doze meses após o arquivamento do formulário 10-K da SEC (equivalente ao formulário de referência de companhias listadas na *New York Security Exchange – Nyse*), referente ao período 1995-2012. Os principais resultados confirmaram a hipótese de que ocorre mais gerenciamento de impressão nos relatórios para mitigar os efeitos negativos do não atendimento ao *guidance*. Os achados também indicaram que essa relação é ainda mais forte quando o volume de ações negociado é menor e quando as empresas possuem maior número de analistas e de investidores institucionais. Por outro lado, é mais fraca quando as empresas apresentam baixo desempenho e praticam o gerenciamento de resultados.

Lai, Melloni e Stacchezzini (2016) investigaram o gerenciamento de impressão das narrativas contidas nos relatos integrados de companhias que aderiram ao programa-piloto do *International Integrated Reporting Council (IIRC)*, associando o gerenciamento de impressão à governança corporativa, ao desempenho econômico e a informações prospectivas. Os achados revelaram que, no discurso dos relatos integrados, predominam tons otimistas e que estes estão associados a elementos de governança corporativa e de desempenho econômico. Quanto às informações prospectivas, os resultados revelaram uma associação positiva entre os tons otimistas e a divulgação enfatizando o futuro. Em relação à governança corporativa, os resultados mostraram que o tamanho e a independência do conselho de administração afetam o tom do discurso, revelando-se condizentes com os achados de Osma e Guillamón-Saorín (2011). Quanto ao desempenho, as empresas com menor lucratividade apresentam discursos mais otimistas, corroborando o estudo de Clatworthy e Jones (2003).

Hallgren e Johansson (2016) investigaram os fatores que determinam as narrativas contábeis sobre as informações ambientais de empresas do segmento de petróleo e gás que adotaram as IFRS. Os resultados revelaram que os níveis mais altos de gerenciamento de impressão são determinados por fatores como o país de origem, o tamanho e o desempenho da empresa. Segundo esses autores, as empresas do Reino Unido apresentaram relatórios com níveis mais elevados de gerenciamento de impressão, ao contrário das companhias escandinavas. As firmas

de maior porte tendem a adotar tons mais neutros, o que é indicativo de níveis mais baixos de gerenciamento de impressão, portanto, de relatórios de maior qualidade. Já as empresas com melhor desempenho também revelaram relatórios com níveis mais baixos de gerenciamento de impressão, indicando mais qualidade.

Caglio, Melloni e Perego (2020) investigaram os atributos textuais das narrativas contábeis dos relatos integrados em companhias sul-africanas no período 2011-2016, encontrando que os discursos com atributos textuais com níveis mais altos de gerenciamento de impressão estão associados a baixos desempenhos econômicos, em termos de avaliação de mercado e de volume negociado.

Caserio, Panaro e Trucco (2019) investigaram o gerenciamento de impressão das narrativas contábeis em 996 firmas do setor financeiro listadas na NYSE no período 2002-2011, confirmando a adoção dessas práticas oportunísticas em firmas sujeitas a maiores pressões de agentes reguladores, sobretudo naquelas com baixo desempenho financeiro.

A seguir, o Quadro 1 apresenta o resumo dos estudos estrangeiros sobre gerenciamento de impressão, quanto aos objetivos propostos e aos resultados obtidos, distribuídos por autoria, ambiente institucional pesquisado.

Quadro 1 – Estudos estrangeiros sobre gerenciamento de impressão

Grupo 1 – Estudos que analisaram os efeitos do gerenciamento de impressão no mercado de capitais		
Autor(es)/Ano	Ambiente pesquisado	Objetivo e resultados principais
Tetlock (2007)	EUA	Investigou os efeitos de notícias na mídia financeira especializada no mercado de ações, encontrando evidências de que altos níveis de pessimismo da mídia implicam efeito negativo sobre as cotações das ações e que níveis muito altos ou muito baixos de pessimismo levam a um alto volume de negociações no mercado de capitais.
Tetlock, Saar-Tsechansky e Mackassy (2008)	EUA	Investigaram os efeitos de notícias na mídia financeira especializada no mercado de ações, revelando que um discurso pessimista em notícias especializadas está associado a um baixo desempenho financeiro.
Henry (2008)	EUA	Investigou se o tom dos comunicados à imprensa sobre os lucros é capaz de influenciar o mercado de capitais, encontrando que os retornos das ações se elevam à medida que o tom se mostra mais otimista.
Loughran e McDonald (2011)	EUA	Investigaram os efeitos dos tons dos relatórios anuais de companhias listadas no mercado de capitais, encontrando que o tom do relatório anual influencia o volume de negócios, ganhos inesperados e a volatilidade das ações.
Demers e Vega (2011)	EUA	Examinaram os tons das narrativas de divulgação dos resultados trimestrais na imprensa e o seu impacto na cotação das ações,

		revelando que os tons nos anúncios dos lucros influenciam a dinâmica da cotação das ações e o volume negociado no mercado de capitais.
Davis, Piger e Sedor (2012)	EUA	Investigaram as relações entre os tons dos discursos das transcrições de teleconferências de lucros trimestrais e as reações do mercado correspondente, descobrindo que o tom adotado pela teleconferência influencia a cotação das ações ao longo dos sessenta dias após a teleconferência.
Huang, Teoh e Zhang (2014)	EUA	Investigaram como os investidores reagem ao gerenciamento de tons dos textos de anúncios de lucros anuais dirigidos à imprensa, encontrando que o tom positivo sinaliza um desempenho negativo futuro da empresa, especialmente quando os incentivos para manipular as percepções dos investidores são altos.
Grupo 2 – Estudos que investigaram os fatores determinantes do gerenciamento de impressão		
Autor(es)/Ano	Ambiente pesquisado	Objetivo e resultados principais
Clatworthy e Jones (2006)	Reino Unido	Investigaram as características textuais da mensagem do presidente em companhias do Reino Unido, encontrando que as não lucrativas enfatizam mais o futuro e menos os indicadores financeiros e os resultados quantitativos.
Cho, Roberts e Patten (2010)	EUA	Examinaram se as narrativas de divulgações ambientais estão associadas ao desempenho ambiental, encontrando que as empresas com os piores desempenhos ambientais tendem a apresentar níveis mais altos de gerenciamento de impressão, além de divulgar menos informações, na tentativa de evitar a exposição negativa.
Osma e Guillamón-Saorín (2011)	Espanha	Investigaram a associação entre governança corporativa e gerenciamento de impressão em comunicados de resultados anuais para a imprensa, descobrindo que as empresas com níveis mais baixos de governança praticam o nível mais alto de gerenciamento de impressão, sugerindo que o monitoramento de governança responde, pelo menos parcialmente, a motivações oportunistas.
Huang, Teoh e Zhang (2014)	EUA	Investigaram os incentivos para o uso do gerenciamento de impressão nos anúncios de lucros anuais divulgados pela imprensa, encontrando que o tom positivo é mais acentuado quando a empresa possui incentivos para superar ganhos anteriores e previsões dos analistas.
Davis <i>et al.</i> (2014)	EUA	Investigaram se há características específicas dos CEOs e CFOs que determinem os tons das teleconferências relacionadas aos anúncios de lucros, encontrando que fatores como gênero, idade, envolvimento em trabalhos sociais, tempo no mercado de trabalho e experiências educacionais e profissionais de gestores estão associados à prática de gerenciamento de impressão nos relatórios das companhias.
Lang e Stice-Lawrence (2015)	Global	Analisaram os atributos textuais de empresas de 42 países, descobrindo que as narrativas contábeis estão associadas a maior liquidez, maior cobertura dos analistas e maior presença de fundos de investimento na estrutura de propriedade.
Guay, Samuels e Taylor (2016)	EUA	Investigaram se os gestores se utilizam do gerenciamento de impressão nas narrativas contábeis com o propósito de mitigar os efeitos negativos ocasionados pelo não cumprimento das previsões de <i>guidance</i> divulgadas, o que foi positivamente confirmado.
Lai, Melloni e Stacchezzini	Global	Investigaram o gerenciamento de impressão das narrativas contidas nos relatos integrados de companhias, descobrindo que o tom

(2016)		otimista está associado a um conjunto de características corporativas, tais como tamanho, desempenho, rentabilidade e governança.
Hallgren e Johansson (2016)	Europa	Investigaram os fatores que determinam as narrativas contábeis das informações ambientais de companhias no segmento de petróleo e gás, encontrando que os discursos com níveis mais altos de gerenciamento de impressão são determinados pelos respectivos países de origem, portes e desempenhos.
Caglio, Melloni e Perego (2020)	África do Sul	Investigaram os atributos textuais das narrativas contábeis dos relatos integrados das companhias, encontrando que os níveis mais altos de gerenciamento de impressão estão associados com o baixo desempenho econômico no tocante ao mercado e à liquidez.
Caserio, Panaro e Trucco (2019)	EUA	Investigaram o gerenciamento de impressão das narrativas contábeis sob a ótica de setores regulados, examinando 996 firmas do setor financeiro listadas na NYSE no período 2002-2011, e confirmando a adoção dessas práticas oportunistas em firmas sujeitas a maiores pressões de agentes reguladores, sobretudo naquelas com baixo desempenho financeiro.

Fonte: Elaborado pela autora.

As evidências encontradas nos estudos do Grupo 1 indicam que os investidores são influenciados pelos tons das narrativas contábeis. Enquanto isso, os estudos do Grupo 2 indicam que há um conjunto de indicadores de desempenho, de incentivos administrativos, de características da empresa, de características dos gestores e de características do ambiente que influenciam os tons das narrativas contábeis.

Os achados de Caglio, Melloni e Perego (2020), Cho, Roberts e Patten (2010), Clatworthy e Jones (2006), Hallgren e Johansson (2016), Lai, Melloni e Stacchezzini (2016) e Caserio, Panaro e Trucco (2019) indicaram o desempenho financeiro como determinante para a prática do gerenciamento de impressão dos relatórios contábeis.

Guay, Samuels e Taylor (2016) e Huang, Teoh e Zhang (2014), por sua vez, revelaram que essa prática é determinada pela necessidade da gestão de atender a *benchmarks* do mercado de capitais, tais como ganhos anteriores, previsões dos analistas e *guidance*.

Os autores Lang e Stice-Lawrence (2015) acrescentaram que alguns fatores de monitoramento da gestão, como forte governança corporativa, maior cobertura dos analistas e presença de fundos de investimento na estrutura de propriedade, reduzem o gerenciamento de impressão nas narrativas contábeis. Corroborando Lang e Stice-Lawrence (2015), os autores Lai, Melloni e Stacchezzini (2016) e Osma

e Guillamón-Saorín (2011) revelaram que uma forte governança corporativa reduz a prática de gerenciamento de impressão dos relatórios contábeis.

Dessa forma, compreende-se que a análise das narrativas dos relatórios contábeis pode ser utilizada como um indicador de práticas oportunistas de gerenciamento de impressão, possibilidade que torna relevante a análise dos fatores determinantes da adoção dessa prática para além da academia, voltada para o público externo, compreendendo investidores, credores e órgãos reguladores.

2.4.2 Estudos nacionais

Os estudos sobre gerenciamento de impressão no Brasil ganharam mais atenção na década de 2010, especialmente devido ao desenvolvimento de *softwares* capazes de fazer a análise automatizada do conteúdo dos discursos no idioma português (BEATTIE, 2014). Esses estudos tiveram início objetivando analisar os tons das narrativas contábeis na dinâmica do mercado de capitais, por meio da avaliação da cotação das ações e do respectivo volume negociado (AGUIAR, 2012; FAUSTINO, 2013; SILVA, 2016; SOUZA, 2017; VIANA JUNIOR *et al.*, 2019).

Aguiar (2012) analisou os tons de relatórios anuais do período 1997-2009, enquanto Faustino (2013) analisou a publicação de notícias jornalísticas e os seus efeitos no mercado financeiro. Machado e Silva (2017) analisaram relatórios de desempenho trimestral da indústria brasileira. Souza (2017) e Viana Junior *et al.* (2019) investigaram os tons empregados nos discursos de teleconferências de apresentação de resultados de companhias brasileiras.

Somente Aguiar (2012) não encontrou evidências significativas de que os conteúdos dos relatórios da administração influenciam a movimentação do mercado acionário brasileiro, revelando que os tons dos relatórios anuais divulgados por empresas brasileiras não eram capazes de influenciar o mercado de capitais.

Faustino (2013) encontrou evidências de que um maior número de notícias negativas desencadeava um aumento da volatilidade e do volume negociado do Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa), o principal indicador de desempenho das ações negociadas na B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão, que reúne as empresas mais importantes do mercado de capitais nacional.

Machado e Silva (2017) investigaram o efeito do gerenciamento de impressão das narrativas contábeis sobre o comportamento dos preços no mercado acionário, constatando que os tons dos relatórios trimestrais das companhias afetam a

percepção dos investidores apenas nos momentos em que existe maior incerteza no mercado e na economia, levantando evidências de que o gerenciamento de impressão das narrativas contábeis pode fornecer informações importantes para o gerenciamento de risco.

Os achados de Souza (2017) indicaram que os tons otimistas das teleconferências estão associados ao melhor desempenho do mesmo período e, no trimestre seguinte, ao da apresentação. Viana Junior *et al.* (2019), por sua vez, revelaram que, em geral, ocorre uma associação positiva entre retornos anormais acumulados e o sentimento de otimismo das teleconferências trimestrais.

Quanto aos estudos que procuram identificar os fatores determinantes do gerenciamento de impressão no Brasil, Souza (2013) foi o primeiro a investigar a relação entre o gerenciamento de impressão observado nas mensagens da presidência publicadas nos relatórios anuais e o nível de governança corporativa das empresas. Os resultados revelaram que, apesar de as empresas divulgarem mais informações positivas sobre seus resultados do que negativas, não foi possível confirmar a hipótese de que o gerenciamento de impressão esteja negativamente relacionado a um maior nível de governança corporativa.

Arantes *et al.* (2019) investigaram o nível de gerenciamento de impressão das informações prospectivas nos relatórios de *guidance* de cinco empresas investigadas pela Polícia Federal: Petrobras, Bradesco, Marcopolo, Santander e BRF. Os achados revelaram que as investigações tiveram reflexo nas informações divulgadas entre 2010 e 2017 por todas as empresas, já que todas evidenciaram um tom mais positivo em seus relatórios de projeção e acompanhamento antes de os escândalos terem-se tornado públicos, revelando que denúncias de investigações da Polícia Federal afetam o tom das informações prospectivas de empresas investigadas.

Ferreira *et al.* (2019) investigaram a correlação entre indicadores de desempenho e os sentimentos dos discursos das teleconferências de companhias brasileiras. As evidências encontradas sugeriram que os tons negativos estão relacionados a resultados menos persistentes, indicando menor previsibilidade. Também encontraram uma correlação positiva entre os tons verbais adotados pelos gestores durante as teleconferências e os respectivos desempenhos empresariais do período correspondente e do trimestre seguinte, sugerindo que os tons

empregados nessas apresentações são influenciados pelos resultados econômico-financeiros.

Andrade e Lucena (2020) investigaram a relação entre práticas de gerenciamento de impressão em companhias reguladas. Os autores verificaram se havia relação entre gerenciamento de impressão das narrativas dos relatórios de administração e desempenho em companhias abertas brasileiras do setor de energia elétrica. Os achados revelaram que, embora houvesse maior frequência de palavras positivas em períodos de baixo desempenho, tais resultados não foram significativos, não sendo possível confirmar a hipótese de que as companhias que apresentam prejuízo contábil se utilizem de maior número de palavras positivas.

Silva (2020) investigou a relação entre a qualidade das informações contábeis e o gerenciamento de impressão encontrado nos relatórios de administração de companhias brasileiras no período 2010-2018. Os resultados indicaram que as empresas com informações contábeis de baixa qualidade, indicada pelas *proxies* de baixa persistência dos lucros e baixos níveis de conservadorismo contábil, realizaram mais gerenciamento de impressão, apresentando relatórios de administração com textos mais otimistas. Esses achados evidenciam que o gerenciamento de impressão pode ser utilizado para manipular a percepção dos usuários das demonstrações, corroborando os resultados encontrados por Huang, Teoh e Zhang (2014), que identificaram a existência do gerenciamento de impressão em *press releases*, utilizado para manipular as percepções dos usuários sobre os desempenhos das empresas.

Carvalho *et al.* (2021) investigaram a relação entre gerenciamento de impressão das narrativas contábeis e desempenho nos relatórios de administração de companhias abertas brasileiras durante os anos de 2010 a 2017. Os achados revelaram que o gerenciamento de impressão reduz conforme o desempenho financeiro das empresas diminui, rejeitando a hipótese de haver maior gerenciamento de impressão quando há um mais baixo desempenho.

Quadro 2 – Estudos nacionais sobre gerenciamento de impressão

Grupo 1 – Estudos sobre os efeitos do gerenciamento de impressão no mercado de capitais brasileiro	
Autor(es)/Ano	Objetivo e resultados principais
Aguiar (2012)	Analisou os efeitos dos tons de relatórios anuais sobre o mercado de capitais, não encontrando evidências significativas da influência de seus conteúdos no

	citado contexto.
Faustino (2013)	Analizou os efeitos dos tons de notícias jornalísticas no mercado de capitais, encontrando evidências de que o maior número de notícias negativas faz desencadear um aumento da volatilidade e do volume negociado do Ibovespa.
Souza (2017)	Analizou relatórios de desempenho trimestral da indústria brasileira, concluindo que os tons otimistas das teleconferências estão associados a melhores desempenhos no citado período e no subsequente.
Machado e Silva (2017)	Analizaram os efeitos dos tons de relatórios de desempenho trimestral da indústria brasileira, constatando que a dinâmica do mercado é influenciada pelas narrativas apenas em momentos que remetem a maior incerteza econômica.
Viana Junior <i>et al.</i> (2019)	Analizaram os efeitos dos tons das transcrições das teleconferências das companhias, descobrindo uma associação positiva entre retornos anormais acumulados e os sentimentos de otimismo das teleconferências trimestrais.
Grupo 2 – Estudos que investigaram os fatores determinantes do gerenciamento de impressão	
Autor(es)/Ano	Objetivo e resultados principais
Souza (2013)	Investigou a relação entre o gerenciamento de impressão observado nas mensagens da presidência publicadas dos relatórios anuais e o nível de governança corporativa das empresas.
Arantes <i>et al.</i> (2019)	Investigaram o nível de gerenciamento de impressão das informações prospectivas nos relatórios de guidance de cinco empresas investigadas pela Polícia Federal. Os resultados mostram que o padrão de divulgação (tom mais positivo ou mais negativo) varia entre as empresas investigadas, indo desde uma rápida retomada do otimismo, até a descontinuidade do relatório.
Ferreira <i>et al.</i> (2019)	Investigaram as relações entre indicadores de desempenho e os sentimentos observados nos discursos das teleconferências das companhias, encontrando que os tons empregados nessas apresentações são influenciados pelos resultados empresariais.
Andrade e Lucena (2020)	Investigaram a relação entre práticas de gerenciamento de impressão das narrativas dos relatórios de administração e desempenho em companhias abertas brasileiras do setor de energia elétrica. Os achados revelaram que, embora houvesse maior frequência de palavras positivas em períodos de baixo desempenho, estes resultados não foram significativos, não sendo possível confirmar a hipótese de que as companhias que apresentam prejuízo contábil utilizam-se de maior número de palavras positivas.
Silva (2020)	Investigou as relações entre a qualidade das informações contábeis e o gerenciamento de impressão encontrado nos relatórios de administração de companhias brasileiras, identificando que as empresas com lucros de baixa qualidade tendem a praticar mais gerenciamento de impressão, apresentando relatórios de administração mais otimistas.
Carvalho <i>et al.</i> (2021)	Investigaram a relação entre gerenciamento de impressão das narrativas contábeis e desempenho nos relatórios de administração de companhias abertas brasileiras durante os anos de 2010 a 2017. Os achados revelaram que o gerenciamento de impressão diminui conforme o desempenho financeiro das empresas diminui.

Fonte: Elaborado pela autora.

A revisão de literatura internacional apresentada evidenciou que, no período 2006-2021, os estudos estrangeiros concentraram-se na análise dos EUA,

abrangendo quatorze artigos do total de vinte apresentados internacionalmente, sendo sete pertinentes à temática do Grupo 1 e sete referentes à do Grupo 2. Por outro lado, ao compararmos o desenvolvimento dos estudos sobre gerenciamento de impressão das narrativas contábeis nacionais e internacionais, percebe-se que as pesquisas sobre análise do gerenciamento de impressão, apenas nos EUA (doze estudos), são mais numerosas do que todas as pesquisas brasileiras (onze estudos) sobre o assunto. No grupo das doze obras produzidas no EUA, sete são pertinentes à temática do Grupo 1 e somente cinco referentes à do Grupo 2.

Ressalta-se, ainda, que, dos onze trabalhos nacionais apresentados, seis foram publicados nos últimos cinco anos, o que demonstra o aumento do interesse nacional sobre a temática do gerenciamento de impressão das narrativas contábeis no Brasil. Quanto à heterogeneidade dos países e regiões estudadas nas pesquisas estrangeiras, além dos quatorze estudos que examinaram os EUA, verificaram-se três estudos abordando países europeus, um estudo analisando a África do Sul e outros dois estudos com análise multipaíses.

Já a produção científica brasileira, embora tenha apresentando crescimento nos últimos cinco anos, ainda é escassa, com apenas cinco artigos abordando os efeitos no mercado de capitais e seis analisando fatores determinantes do gerenciamento de impressão.

Com base nesse levantamento, percebe-se que os estudos estrangeiros apresentaram mais diferenciais do que os brasileiros, que, apesar de terem apresentado crescimento dos estudos nos últimos cinco anos, publicaram estudos similares que não apresentaram grandes diferenciais de forma inédita, ou seja, antes da publicação de artigos correlatos internacionais.

No Brasil, apenas o estudo de Arantes *et al.* (2019) propôs uma abordagem inédita, ao investigar o gerenciamento de impressão de empresas investigadas pela Polícia Federal antes e depois de os escândalos terem-se tornado públicos.

Dessa forma, observa-se a necessidade de se desenvolver outras temáticas em pesquisas sobre o gerenciamento de impressão das narrativas contábeis, a partir de diferentes abordagens, além do seu efeito sobre o mercado de capitais e da análise de seus determinantes, como é o caso do impacto do gerenciamento de impressão sobre as previsões de lucros dos analistas.

2.4.3 Estudos sobre gerenciamento de impressão e previsões de analistas

Além dos estudos apresentados, também foram encontrados outros três que investigaram a relação entre o gerenciamento de impressão das narrativas contábeis e das previsões de analistas (BOCMARU, 2015; YAN; AERTS; THEWISSEN, 2019; CABRAL *et al.*, 2021).

Bocmaru (2015) avaliou o gerenciamento de impressão das narrativas contidas nos comunicados à imprensa publicados por 52 firmas estadunidenses, selecionadas aleatoriamente, abrangendo 104 observações no biênio 2013-2014. Os resultados mostraram uma relação positiva entre o gerenciamento de impressão das narrativas e a dispersão e o erro da previsão do analista. Também revelou que o uso conjunto de gerenciamento de impressão e gerenciamento de resultados aumenta o erro de previsão, tratando-se de uma ferramenta para os gestores ocultarem o verdadeiro desempenho de uma empresa e enganarem as percepções dos analistas sobre lucros futuros.

O estudo de Yan, Aerts e Thewissen (2019) investigou, nas narrativas contidas em 526 mensagens do presidente nos relatórios de administração de companhias estadunidenses, a relação entre o gerenciamento de impressão e as previsões dos analistas, encontrando que uma retórica mais otimista da alta administração diminui significativamente os erros de previsão de lucros projetados, sugerindo que um maior nível de gerenciamento de impressão, quando aplicado de forma otimista ao discurso, incrementa informações específicas da empresa e ajuda os analistas a complementar suas informações privadas, permitindo-lhes reduzir suas incertezas sobre o desempenho futuro.

A seguir, Cabral, Pain, Souza e Bianchi (2021) analisaram as relações entre o gerenciamento de impressão da mensagem da administração e as previsões dos analistas. A amostra do estudo limitou-se às quinze companhias inscritas no Prêmio Abrasca, considerando os dados do quadriênio 2016-2019. Os achados revelaram que um discurso mais neutro, ou seja, com níveis mais baixos de gerenciamento de impressão, está associado a previsões mais assertivas dos analistas.

Como se pode perceber, enquanto Bocmaru (2015) e Cabral, Pain, Souza e Bianchi (2021) encontraram uma relação positiva entre gerenciamento de impressão das narrativas contábeis e erros de previsão de analistas, Yan, Aerts e Thewissen (2019) revelaram que narrativas contábeis com altos níveis de otimismo estão associadas a previsões mais assertivas, mostrando que ainda não há consenso na

literatura sobre essa relação, carecendo de mais estudos para que possa ser melhor compreendida.

2.5 Regulação econômica

A regulação econômica é compreendida como um conjunto de normas coercitivas, emanadas do Estado ou do órgão com poderes para tanto, relativas à determinada atividade ou área do conhecimento, tratando-se de um conjunto de mecanismos de controle, regras e normas jurídicas estabelecidas que procura minimizar problemas causados por falhas de mercado (POHLMANN; ALVES, 2008).

Quando o equilíbrio entre oferta e demanda não é alcançado de forma natural, como em condições de monopólio ou oligopólio, ou em razão de outras falhas de mercado oriundas de externalidades e informação imperfeita, o Estado age no sentido de minimizar e corrigir problemas econômicos, com o intuito de que os serviços sejam prestados à população e cumpram adequadamente seu papel social (KESSLER, 2006).

Nesse sentido, os órgãos reguladores possuem a função de promover um ambiente econômico seguro e confiável para as companhias prestadoras de serviços públicos, proporcionando qualidade na prestação de serviços públicos, com eficiência, nos parâmetros contratados pelo menor custo possível, preço e condições de mercado acessíveis à população, garantindo segurança a investimentos realizados e assegurando equilíbrio econômico e financeiro ao setor econômico (SILVA; COELHO; LOPES; ALMEIDA, 2009).

No Brasil, a partir da década de 1990, em um contexto de alterações em todos os setores econômicos, viu-se a necessidade de expansão dos mercados e abertura para o capital estrangeiro. Nesse contexto, o modelo brasileiro de regulação econômica baseado em um Estado Interventor, em que a propriedade pública das empresas provedoras de serviços públicos pertencia ao Estado, foi substituído pelo modelo baseado em um Estado Regulador, com a criação de Agências Reguladoras autônomas, como forma de coordenar as ações dos agentes particulares, evitando o desrespeito aos princípios que regem a ordem econômica (SEVERINO; CARVALHO, 2018).

A concessão de serviços públicos, até então explorados diretamente por entidades governamentais, à exploração da iniciativa privada se deu por meio de leilões. Já o processo de implantação de agências reguladoras foi estruturado pela

Lei nº 8.987 de 1995. Cumpre explicar que os serviços públicos sujeitos à regulação econômica estão arrolados na Constituição Federal, abrangendo toda e qualquer prestação estatal, incluindo desde atividades essenciais do Estado, até atividades econômicas em que haja atividade estatal (MARQUES NETO, 2002).

Assim, as empresas pertencentes aos setores econômicos regulados são fornecedoras de serviços públicos na forma de sociedades de iniciativa privada ou de economia mista, que, por não funcionarem em condições de mercado, têm suas tarifas, atividades e transações controladas pelo Estado por meio de Agências Reguladoras autônomas, estando sujeitas a normatização específica emitida por esses órgãos criados para fiscalizar suas atividades (TANCINI, 2013).

Existem onze agências reguladoras criadas pela legislação brasileira. As agências e seus respectivos setores de atuação são expostos no Quadro 3 a seguir:

Quadro 3 – Agências Reguladoras e Setores de Regulação

Agências	Setores
Agência Nacional de Telecomunicações (ANATEL)	Telefonia
Agência Nacional do Cinema (ANCINE)	Cinema
Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL)	Energia Elétrica
Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis (ANP)	Petróleo e Gás
Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANSS)	Saúde suplementar
Agência Nacional de Transportes Aquaviários (ANTAQ)	Transporte aquaviário
Agência Nacional de Transportes Terrestres (ANTT)	Transporte terrestre
Agência Nacional de Vigilância Sanitária (ANVISA)	Vigilância sanitária
Agência Nacional de Águas (ANA)	Água
Agência Nacional de Aviação Civil (ANAC)	Aviação civil
Agência Nacional de Mineração (ANM)	Mineração

Fonte: Elaborado pela autora.

Em conjunto com as Agências Reguladoras, também existem autarquias federais designadas para a regulação e fiscalização das instituições financeiras brasileiras, além da Comissão de Valores Mobiliários, que regula todas as companhias abertas, conforme apresentadas no Quadro 4, a seguir:

Quadro 4 – Autarquias Reguladoras e Setores Regulados

Autarquia	Setor
Banco Central do Brasil (BACEN)	Instituições financeiras
Superintendência de Seguros Privados (SUSEP)	Seguros Privados

Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC)	Previdência Complementar
--	--------------------------

Fonte: Elaborado pela autora.

Esses órgãos reguladores prescrevem um conjunto de normas coercitivas a serem cumpridas pelas companhias reguladas, que estão sujeitas a um maior cumprimento de normas, ou *enforcement*, pois, além de atenderem às exigências da Lei nº 6.404/76 e das normas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), também lhes é exigido o cumprimento das normas de órgãos reguladores setoriais instituídos pelo Estado (SARLO NETO; LOPES; LOSS, 2002).

De acordo com Holanda e Coelho (2020), a regulação econômica exercida pelas agências reguladoras contribui para redução de incertezas, já que há garantias de remuneração baseada em níveis negociados e aceitáveis com receitas previamente estabelecidas por contratos e acordos, evitando sua variabilidade, inclusive no longo prazo, independente de oscilações extremas na atividade econômica, esperando-se a mitigação do risco idiossincrático das firmas reguladas.

Além dessa garantia, Parente (2007) defende que a atuação das agências reguladoras sinaliza aos investidores estabilidade de regras e respeito a contratos estabelecidos, independente de qual grupo político está no poder, atuando no sentido de atenuar, ou até mesmo impedir, interferências políticas, que não necessariamente tenham como objetivo a maximização do bem-estar de toda a sociedade.

Nesse contexto, de acordo com Di Pietra, Gebhardt, Mcleay e Ronen (2014), a literatura contábil tem se dedicado a analisar os efeitos da regulação econômica sobre o conflito de agência, com o intuito de investigar se incentivos regulatórios afetam as práticas e escolhas contábeis adotadas pelos agentes.

A literatura internacional aponta, conforme os estudos de Choi e Wong (2007), Coffee (2007), Zingales (2009), Jackson e Roe (2009), Morley e Romano (2009), Xu *et al.* (2011), Beltratti e Stulz (2012) e Chen *et al.* (2013), evidências de que a regulação econômica é favorável para o mercado de capitais, pois a percepção de risco diminui, sugerindo um maior alinhamento entre os interesses dos acionistas e dos agentes. Esses estudos indicam que a regulação econômica é capaz de mitigar o oportunismo dos agentes, além de potencializar seu desempenho, reduzindo a quantidade de conflitos, litígios e disputas entre as partes.

No Brasil, os estudos de Ribeiro, Bellen e Carvalho (2011), Einhorn (2005), Kaizer *et al.* (2008), Murcia (2009) e Rover (2013) corroboram a ideia de que companhias com maior *enforcement* regulatório possuem maior nível de evidenciação, uma vez que divulgam mais informações do que os outros setores, aumentando, assim, proteção dos direitos dos investidores menos informados.

Com base nas evidências encontradas, observa-se que a regulação econômica auxilia na qualidade da informação contábil divulgada ao mercado, atuando como um agente do interesse público, ao exercer o papel de fiscalizador, coibindo fraudes e manipulações e assegurando que os investidores menos informados tenham acesso às informações das empresas (CAPPELLESSO; NIYAMA; RODRIGUES, 2020).

2.5.1 Regulação econômica e gerenciamento de impressão

Einhorn (2005), Kaizer *et al.* (2008), Murcia (2009) e Rover (2013) apontam o ambiente com maior regulação como incentivo para as empresas melhorarem suas práticas de divulgação. Esses autores entendem que um ambiente regulatório mais exigente pode atenuar esses problemas de risco moral, pois há um maior nível de monitoramento das ações dos gestores por parte dos agentes reguladores, por meio de imposições de relatórios e demandas periódicas, maiores exigências de *compliance* e suscetibilidade a fiscalizações governamentais, inibindo práticas oportunistas de gerenciamento de impressão das narrativas contábeis.

Outra explicação para a melhoria das práticas de divulgação é o fato de a regulação exigir que a empresa divulgue determinadas informações independentemente de serem favoráveis ou não, já que muitas empresas não estariam dispostas a aumentar o nível de divulgação voluntária, sobretudo para informações negativas (MURCIA, 2009).

Sobre essa questão, Admati e Pfleiderer (1999) explicam que, se a divulgação é relevante para os usuários, as empresas deveriam praticá-la de forma totalmente voluntária, mas, como não há essa prática, a regulação econômica corresponde a uma solução para esse problema, uma vez que esta se torna um mecanismo para suprir a falta de informação não divulgada de forma voluntária.

Acredita-se que as empresas inseridas em um ambiente com maior regulação desenvolvem mecanismos para atender não somente as exigências específicas desses órgãos reguladores, mas também procuram atender os demais usuários, e

entre estes está a sociedade, que espera a prestação de contas por parte da empresa (RAMANATHAN, 1976; EPSTEIN; FREEDMAN, 1994; MCWILLIAMS *et al.*, 2006).

Ribeiro, Bellen e Carvalho (2013) afirmam que são poucas as pesquisas que buscaram verificar os efeitos da regulação econômica sobre as práticas de divulgação e tecem uma crítica argumentando que se deveria verificar empiricamente esses efeitos, antes de se recomendar ou censurar uma regulação.

Nesse sentido, os mercados financeiros buscam informações sobre a qualidade da informação, argumentando que informações contábeis mais transparentes e completas aumentam a confiança do investidor, promovendo liquidez de mercado, e, conseqüentemente, redução do custo de capital para as empresas (LEVITT, 1998; ADMATI; PFLEIDERER, 1999; LAMBERT *et al.*, 2007; BARTH *et al.*, 2008).

Após a revisão de literatura, não foi encontrado nenhum estudo que tenha investigado os efeitos da regulação econômica sobre o gerenciamento de impressão das narrativas contábeis. Contudo, pode-se pressupor que a regulação econômica é capaz de restringir o oportunismo dos gestores, reduzindo práticas oportunistas, como é o caso do gerenciamento de impressão das narrativas contábeis.

Corroborando essa ideia, Caserio, Panaro e Trucco (2019) e Andrade e Lucena (2020) sugerem que os agentes reguladores e formuladores de políticas governamentais são capazes de reduzir as práticas de gerenciamento de impressão das narrativas contábeis, por meio de uma regulação econômica mais exigente. Contudo, esses autores se limitaram a investigar o gerenciamento de impressão apenas em empresas reguladas, desprezando diferenças entre ambientes regulatórios diferenciados, segregados entre empresas reguladas e não reguladas.

Assim, definiu-se a primeira hipótese a ser investigada:

H1 – Há uma relação negativa entre regulação econômica e gerenciamento de impressão das narrativas contábeis

Retomando-se os estudos anteriores encontrados sobre gerenciamento de impressão das narrativas contábeis e erros de previsões dos analistas (BOCMARU, 2015; YAN; AERTS; THEWISSEN, 2019; CABRAL *et al.*, 2021), muito pouco se sabe sobre como os analistas reagem ao gerenciamento de impressão em divulgações narrativas, se eles são ou não confundidos pelos gestores em sua

atividade de previsão (BARTON E MERCER, 2005; MERKL-DAVIES E BRENNAN, 2007).

Considerando a premissa de que o gerenciamento de impressão das narrativas contábeis consiste em uma prática oportunística realizada pelos gestores que poderá reduzir a qualidade da informação (BARTH; LANDSMAN; LANG, 2008), e, portanto, a capacidade informativa dos relatórios financeiros, este estudo baseou-se nos achados de Bocmaru (2015) e Cabral, Pain, Souza e Bianchi (2021), que encontraram uma relação positiva entre gerenciamento de impressão das narrativas contábeis e erros de previsão de analistas.

Assim, com o intuito de contribuir para o conhecimento acerca das empresas brasileiras, definiu-se a segunda hipótese a ser investigada:

H2 – Há uma relação positiva entre gerenciamento de impressão das narrativas contábeis e erros de previsão dos analistas

2.5.2 Regulação econômica e previsões de analistas

Além do impacto no gerenciamento de impressão das narrativas contábeis, a regulação econômica também altera o ambiente de informação em que as empresas estão inseridas (CHEN; XIE; ZHANG, 2017). Reforçando esse entendimento, Bhattacharya, Daouk e Welker (2003) e Takamatsu e Fávero (2017) encontraram que o *enforcement* das instituições, como é o caso da regulação econômica, pode influenciar na qualidade da informação divulgada pelas empresas.

Bozec e Bozec (2012) e de Langbein e Knack (2010) explicam que o Estado, ao incrementar incentivos regulatórios em um país, favorece ao ambiente informacional das empresas, pois reduz incentivos para a procura de informações privadas para fins especulativos. Os autores apresentaram evidências empíricas de que o aumento das disposições regulatórias está associado à elevação da qualidade da informação contábil.

Nessa linha de raciocínio, Armstrong, Balakrishnan e Cohen (2012) encontraram evidências de que a regulação econômica produz melhoria significativa no ambiente informacional das empresas, reduzindo significativamente a assimetria informacional das empresas e melhorando a qualidade da informação reportada pelas empresas. Esses autores também encontraram que uma regulação econômica mais rígida pode afetar as propriedades de previsão dos analistas.

Armstrong, Balakrishnam e Cohen (2012) explicam que a melhoria no ambiente informacional das empresas ocasionada pelo aumento da regulação econômica aumenta a informatividade das demonstrações financeiras das empresas, reduz incentivos para os analistas buscarem informações privadas, conseqüentemente, reduzindo a sua incerteza, o que resulta na redução dos erros de previsão dos analistas (GIRÃO, 2016).

De acordo com Skillius e Wennberg (1998), Sarlo Neto (2002), Lopes (2002), Larrinaga *et al.* (2002), Nyquist (2003), Repetto *et al.* (2002), Alciatore *et al.* (2004) e Ribeiro *et al.* (2011), a regulação econômica influencia o nível de evidenciação das empresas, constituindo-se de um incentivo para as empresas melhorarem suas práticas de divulgação, o que faz com que alguns setores divulguem informações com maior qualidade do que outros.

Por outro lado, de acordo com Gunningham *et al.* (1998), Larrinaga *et al.* (2002), Zerk (2006), Holland e Foo (2003), Maunders e Burrit (1991), Cooper (1992) e Power (1991), a regulação econômica pode trazer uma série de problemas como foco excessivo na conformidade, perda de motivação na busca por valores fundamentais, perda de inovação e de criatividade e diminuição da competitividade, o que prejudicaria as práticas de divulgação pelos setores regulados, de maneira geral, reduzindo a qualidade da informação divulgada.

Apesar de existirem diversos trabalhos que criticam ou defendem a regulação econômica, poucos deles se preocuparam em verificar empiricamente se as companhias reagem de maneira distinta ou não à questão regulatória. Assim, como uma forma de avançar nessa discussão, esta tese expande a ótica de análise da regulação econômica, buscando examinar se a questão regulatória é capaz de reduzir as incertezas no processo de formação das previsões dos analistas, pois essa relação ainda é uma questão empírica aberta, que carece de uma análise mais aprofundada no contexto brasileiro.

Assim, com o intuito de contribuir para conhecimento acerca das empresas brasileiras reguladas e não reguladas, definiu-se a terceira hipótese a ser testada:

H3 – Há uma relação negativa entre regulação econômica e erros de previsões de analistas

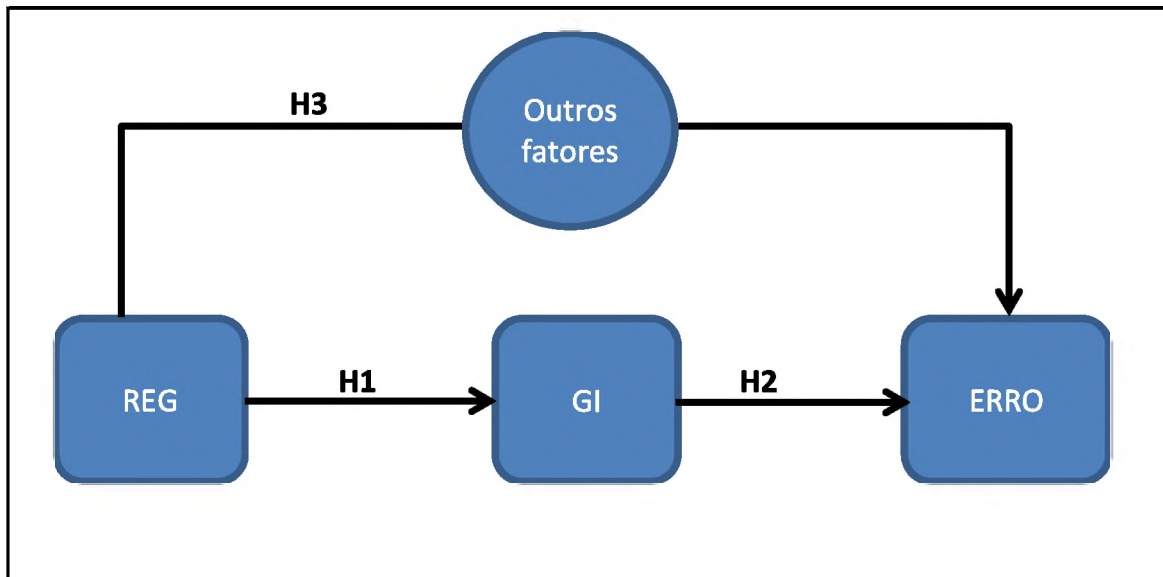
2.6 Modelo teórico

Neste estudo, investigou-se a relação entre previsões de analistas, gerenciamento de impressão das narrativas contábeis e regulação econômica das companhias brasileiras. Diante da revisão de literatura apresentada, elaboraram-se três hipóteses a serem testadas. A primeira hipótese procura confirmar qual é a associação entre regulação econômica e gerenciamento de impressão das narrativas contábeis. Já a segunda hipótese busca ratificar a relação entre gerenciamento de impressão e as previsões de analistas. Por fim, a terceira hipótese procura confirmar a relação entre regulação econômica e erros de previsões de analistas.

De uma forma geral, investigou-se se a regulação econômica das companhias brasileiras influencia no gerenciamento de impressão das narrativas contábeis (hipótese 1) e se este mesmo gerenciamento de impressão das narrativas contábeis afeta as previsões dos analistas (hipótese 2). Em outras palavras, examinou-se se o gerenciamento de impressão das narrativas contábeis das empresas é explicado pela regulação econômica, ao mesmo tempo que explica as previsões dos analistas, ou seja, se o gerenciamento de impressão possui um efeito mediador na relação entre regulação econômica e previsões de analistas.

Além disso, pôde-se comparar o impacto do efeito do gerenciamento de impressão das narrativas contábeis, que representa o efeito indireto dessa variável na relação entre regulação econômica e previsões de analistas (hipóteses 1 e 2), com o impacto do efeito total de outros fatores possivelmente associados nessa relação (hipótese 3). Para sintetizar essa ideia, elaborou-se, na Figura 1, o modelo teórico proposto nesta tese.

Figura 1 – Modelo teórico proposto neste estudo



Fonte: Elaborado pela autora.

Analisando-se o modelo teórico proposto, esta tese examina a relação entre a regulação econômica e as previsões de analistas, de forma direta e, também, de forma indireta, por meio do papel intermediário do gerenciamento de impressão das narrativas contábeis nessa relação. Nesse sentido, também se investiga se há um efeito mediador do gerenciamento de impressão das narrativas contábeis entre a regulação econômica e as previsões de analistas.

3 METODOLOGIA

A seguir, apresenta-se a metodologia adotada para a realização desta pesquisa, descrevendo-se a classificação, o paradigma epistemológico, os métodos e técnicas do estudo, bem como os procedimentos, processos e técnicas utilizados para seu desenvolvimento.

3.1 Tipologia da pesquisa

Este estudo classifica-se como descritivo, pois se destinou a estabelecer fatos e relações entre as variáveis estudadas, observar, registrar, analisar e interpretar informações estatísticas, assim como descrever processos, mecanismos e relacionamentos existentes na realidade do fenômeno estudado (NEUMAN, 1997).

Quanto ao paradigma epistemológico, esta pesquisa é considerada positivista, visto que sua orientação empírico-analítica com foco em técnicas quantitativas e estudos descritivos é orientada por planos amostrais e coleta de dados (MARTINS; THEÓPHILO, 2009).

No tocante à abordagem do problema, esta pesquisa classifica-se como quantitativa, uma vez que estabelece hipóteses prévias, aplica técnicas de verificações sistemáticas, conhece e controla variáveis, utiliza estatística objetivando tratar dados, mapeia indicadores e observa tendências, contextualiza o cenário, perseguindo um entendimento mais profundo e mais subjetivo do tema estudado (LANDIM *et al.*, 2006).

Em relação à técnica de coleta de dados, este estudo classifica-se como documental, pois utiliza como meio de investigação informações financeiras das empresas da amostra, com o objetivo de levantar os dados necessários sobre gerenciamento de impressão e demais variáveis utilizadas na pesquisa (MARTINS; THEÓPHILO, 2009).

3.2 Período, população e amostra do estudo

Quanto à temporalidade, esta pesquisa tem caráter longitudinal e aborda os trimestres compreendidos no período 2003-2021. A escolha do ano inicial de 2003 se deu porque, somente a partir deste ano, iniciou-se a obrigatoriedade de entrega digital de documentos à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), quando foi possível encontrar o relatório *earnings release* divulgado pelas empresas. Já o ano final está relacionado à disponibilidade dos dados no momento da realização da pesquisa.

A população alvo desta pesquisa são as companhias abertas listadas na B3. A amostra foi selecionada por conveniência, caracterizando-se, portanto, como não probabilística. Para a delimitação da amostra, foi considerada a disponibilidade de dados de erros de previsões de analistas, de relatórios *earnings release* e de dados econômico-financeiros para o cálculo das variáveis de controle. Os critérios para definição das empresas analisadas nesta pesquisa consistem em:

- 1) Disponibilizar a variável de erro de previsões de analistas na plataforma I/B/E/S da Thomson Reuters® em base trimestral;
- 2) Disponibilizar o relatório *earnings release* no *website* da CVM, na opção Dados Econômico-Financeiros, item *Press Release*;
- 3) Disponibilizar dados econômico-financeiros para o cálculo das variáveis de controle na base de dados Comdinheiro®.

A primeira variável coletada foi o erro de previsões de analistas, obtida por meio da base de dados I/B/E/S (*Institutional Brokers Estimate System*) da Thomson Reuters® no período 2003-2021, disponibilizando 388 companhias listadas na B3 com cobertura de analista no período 2003-2021.

Contudo, foram mantidas na amostra somente aquelas empresas que divulgaram relatórios *earnings release* e dados econômico-financeiros para cálculo das variáveis de controle no período abrangido pela pesquisa. Assim, o critério para a definição da amostra deste estudo consistiu na disponibilidade de dados, conforme a Tabela 1.

Tabela 1 – Construção da amostra da pesquisa

	Qtde. de empresas
Empresas com dados de erros de previsão de analistas na base IBES 2003-2021	388
(-) Empresas que não apresentaram dados de <i>earnings release</i>	(95)
= Empresas acompanhadas por analistas que publicaram <i>earnings release</i>	293
(-) Empresas que não apresentaram dados das demais variáveis de controle	(37)
= Amostra do estudo	256

Fonte: Elaborada pela autora.

Assim, a amostra foi composta por 256 companhias distribuídas em doze diferentes setores econômicos conforme a classificação da B3, conforme apresentado no Apêndice A. Na Tabela 2, a seguir, apresenta-se a distribuição das empresas da amostra por setor econômico conforme a classificação da B3.

Tabela 2 – Distribuição das empresas da amostra por setor econômico

	Setor econômico	Qtde. de empresas
1	Bens industriais	25
2	Comunicações	13
3	Construção e transporte	3
4	Consumo cíclico	69
5	Consumo não cíclico	23
6	Financeiro	32
7	Hotéis e restaurantes	1
8	Materiais básicos	19
9	Petróleo, gás e biocombustíveis	10
10	Saúde	16
11	Tecnologia da informação	16
12	Utilidade pública	29
	Total	256

Fonte: Elaborada pela autora.

Reunidos os trimestres disponíveis dessas 256 empresas, chegou-se a um total de 5.299 observações, dispostas conforme a Tabela 3.

Tabela 3 – Amostra da pesquisa

Ano	1º trimestre	2º trimestre	3º trimestre	4º trimestre	Total	Qtde. de empresas
2003	2	2	2	0	6	3
2004	8	8	16	17	49	25
2005	20	26	25	29	100	35
2006	26	23	30	34	113	43
2007	45	44	58	68	215	83
2008	51	61	63	62	237	85
2009	68	63	73	81	285	101
2010	84	83	83	83	333	103
2011	85	95	98	90	368	113
2012	93	96	94	93	376	114
2013	89	94	97	75	355	109
2014	92	98	89	75	354	112

2015	81	91	88	81	341	101
2016	92	79	82	79	332	107
2017	78	85	85	74	322	102
2018	79	88	88	87	342	101
2019	85	83	90	90	348	105
2020	95	93	97	105	390	122
2021	103	113	118	99	433	139
Total	1.276	1.325	1.376	1.322	5.299	256

Fonte: Elaborada pela autora.

Destaca-se que o baixo número de empresas e de observações no ano de 2003 se deu, principalmente, porque este foi o primeiro ano da obrigatoriedade de entrega digital de documentos à CVM e devido ao caráter de divulgação voluntária do relatório *earnings release*.

3.3 Procedimentos de coleta de dados

As informações referentes às previsões de analistas foram coletadas na base de dados I/B/E/S da Thomson Reuters®, conforme explicado na seção anterior.

Para a análise do gerenciamento de impressão das narrativas contábeis, diversos relatórios corporativos já foram utilizados, tais como relatórios financeiros trimestrais (LOUGHRAN; MCDONALD, 2014; MACHADO; SILVA, 2017) e anuais (LOUGHRAN; MCDONALD, 2011), relatórios de administração (AGUIAR, 2012), teleconferências (VIANA JUNIOR *et al.*, 2019; FERREIRA *et al.*, 2019), *earnings releases* (HUANG; TEOH; ZHANG, 2014), *press releases* (HENRY, 2008), cartas do *Chief Executive Officer* – CEO (CLATWORTHY; JONES, 2001; PATELLI; PEDRINI, 2014) e notícias publicadas na mídia (FAUSTINO, 2013; TETLOCK; SAAR-TSECHANSKY; MACKASSY, 2008).

Esta pesquisa optou por investigar o relatório *earnings releases*, por ser este o primeiro anúncio de desempenho emitido após o encerramento de cada trimestre, redigido em narrativa discricionária, sem exigência de padronização pré-estabelecida por órgãos reguladores, fora do escopo da auditoria independente, tratando-se, portanto, de uma oportunidade para os gestores apresentarem sua versão para os resultados da companhia, com justificativas a partir do próprio ponto de vista.

Nesse sentido, foram coletados os relatórios *earnings release* das companhias da amostra, em base trimestral, de forma manual, por meio do portal

eletrônico da CVM, na opção Dados Econômico-Financeiros, item *Press Release*. As demais informações financeiras das companhias da amostra utilizadas para o cálculo das variáveis de controle deste estudo foram coletadas no banco de dados da Comdinheiro®.

3.3.1 Relatório earnings release

Neste estudo, o tom do relatório *earnings release*, redigido em língua portuguesa, foi utilizado como *proxy* de gerenciamento de impressão das narrativas contábeis. A escolha pelo relatório *earnings release* se deu por ser este o primeiro anúncio de desempenho emitido após o encerramento de cada trimestre, redigido em narrativa discricionária, sem exigência de padronização pré-estabelecida por órgãos reguladores, fora do escopo da auditoria independente.

Nesse sentido, Clatworthy e Jones (2006) sugerem que os gestores são estimulados a utilizar o gerenciamento de impressão nesse tipo de relatório, o que, de acordo com Beaver (1968), exerce impacto direto sobre investidores, influenciando no volume negociado e na cotação das ações.

Rogers e Grant (1997) apontaram que o relatório *earnings release* é o documento mais importante de divulgação financeira, até mesmo para analistas de investimentos. Diversos estudos destacam a relevância desse documento (BARRON *et al.*, 1999; HOLDER-WEBB; COHEN, 2007), defendendo que se trata de um relatório estratégico para a gestão, pois permite divulgar tanto boas quanto más notícias aos investidores (TRUEMAN, 1997; HUTTON; STOCKEN, 2009).

Apesar de sua relevância, poucos estudos utilizaram a análise do gerenciamento de impressão dos textos deste relatório (CLARKSON, 1994, CLARKSON *et al.* 1999; DAVIS; TAMA-SWEET, 2012; FELDMAN *et al.*, 2010; HALES *et al.*, 2011; LI, 2008).

3.4 Métrica do gerenciamento de impressão das narrativas contábeis

Para mensurar os níveis de gerenciamento de impressão das narrativas contábeis, os estudos atribuem a um texto posicionamentos de otimismo ou de pessimismo, levando em conta as palavras empregadas no processo de comunicação, que somadas resultam em uma pontuação final do texto (BEATTIE, 2014; HUANG; TEOH; ZHANG, 2014).

Em regra, os estudos apresentam dois métodos para mensurar o gerenciamento de impressão contido num texto: consulta a dicionários que atribuem peso às palavras positivas e negativas (LOUGHRAN; MCDONALD, 2011) e utilização de recursos de *softwares* de Linguagem de Processamento Natural (LPN) (DONOVAN *et al.*, 2021).

O método de consulta a dicionários é um processo manual de ponderação de contagem de palavras anteriormente consideradas positivas e negativas de um texto. Ao final da contagem, atribui-se ao texto uma pontuação, também conhecida pelo tom do discurso, que poderá ser positiva, neutra ou negativa, dependendo da frequência das palavras positivas e negativas empregadas no texto. Embora os métodos de dicionário sejam fáceis de implementar, eles possuem falhas que os métodos de Linguagem de Processamento Natural podem corrigir (FRANKEL; JENNINGS; LEE, 2021).

Por exemplo, os dicionários geralmente são elaborados por artigos seminais em língua inglesa, sendo frequentemente traduzidos para outros idiomas, sem refletir mudanças de diferenças de linguagem, seja ao longo do tempo ou entre diferentes setores. Li (2010) sugere que as técnicas de classificação manual de dicionários devem ser “precisas, detalhadas e adaptadas ao cenário específico da pesquisa”, uma vez que dicionários de tons desenvolvidos para relatórios textuais 10-K, por exemplo, podem não ser aplicáveis a transcrições de teleconferências.

Já a utilização de Linguagem de Processamento Natural (LPN) é baseada em métodos automatizados de aprendizado de máquina, que dependem menos do julgamento do pesquisador e, em vez disso, permitem que um algoritmo categorize uma divulgação, reduzindo a subjetividade do pesquisador no processo de classificação. Além disso, essa automação pode identificar informações que podem não ser imediatamente aparentes para o pesquisador na inspeção manual.

Para Frankel, Jennings e Lee (2021), a utilização de LPN é uma progressão natural nessa literatura, por meio da implementação de métodos automatizados de aprendizado de máquina, que dependem menos do julgamento do pesquisador e, em vez disso, permitem que um algoritmo categorize uma divulgação. Esses autores fizeram um estudo comparativo da capacidade dos dois métodos de capturar o tom dos textos divulgados no relatório 10-K da NYSE e revelaram que a medida de tom baseada na LPN apresenta maior poder explicativo em relação à medida baseada em dicionários que atribuem peso às palavras positivas e negativas.

Por essa razão, este estudo optou por utilizar recursos de LPN para determinar o gerenciamento de impressão. Assim, utilizou-se o *software* Watson *Natural Language Understanding*, desenvolvido pela IBM, para capturar o sentimento das narrativas textuais dos *earnings releases* em língua portuguesa das companhias da amostra. Essa ferramenta tem sido frequentemente utilizada em estudos nacionais (VIANA JUNIOR *et al.*, 2019) e internacionais (AGARWAL; GUPTA; KUMAR; TAMILSELVAM, 2019; MORENO-SANDOVAL, GISBERT, HAYA, GUERRERO, ZAMORANO, 2019; PENGNATE; LEHMBERG; TANGPONG, 2020; HRAZDIL, NOVAK, ROGO, WIEDMAN, ZHANG, 2020; HRAZDIL; LI; SUWANYANGYUAN, 2022).

Segundo Pengnate, Lehmborg e Tangpong (2020), essa ferramenta fornece um conjunto de serviços de LPN para analisar sentimentos textuais contando com uma técnica de aprendizado de máquina supervisionada baseada em léxico para identificar a polaridade de sentimentos em documentos, gerando pontuações de sentimento a partir das correlações entre as palavras de sentimento pré-treinadas incorporadas e os documentos. Esses autores destacaram que o Watson NLU conta com a abordagem *Matrix Factorization with Lexical* (MFLK) desenvolvida com base em um método de fatoração de matriz não negativa para derivar as pontuações de sentimento, relatado como mais eficaz do que a abordagem tradicional de sentimento baseada em dicionário simples ao realizar análise de sentimento independente de domínio (LI; ZHANG; SINDHWANI, 2009).

Para se analisar o sentimento dos *earnings releases* da amostra no *software* Watson NLU, utilizaram-se apenas relatórios em formato PDF que pudessem ter seus textos copiados para arquivos TXT. Por se tratar de relatórios que não obedecem a uma padronização prévia dos órgãos reguladores, os *earnings releases* geralmente apresentam formato muito diferente entre si, com uma variedade de figuras e tabelas em seu conteúdo. Teve-se o cuidado de copiar todo o conteúdo escrito do PDF e colar em arquivos bloco de notas (TXT), de onde foram removidos todos os caracteres referentes a números, tabelas, legendas e figuras, de modo que restasse no arquivo a ser analisado apenas a narrativa discricionária do relatório em um encadeamento lógico.

Após o tratamento dos *earnings releases*, o conteúdo de cada relatório trimestral *earnings release* em TXT foi processado pelo IBM Watson *Natural Language Understanding*, que atribuiu para cada observação um sentimento,

variando de -1 para relatórios com um sentimento menos otimista para +1 para discursos com um sentimento mais otimista.

Por fim, a variável gerenciamento de impressão das narrativas contábeis da empresa i no trimestre t ($GI_{i,t}$) foi obtida exclusivamente pelo resultado revelado pelo IBM Watson *Natural Language Understanding* para o referido relatório *earnings release* do trimestre.

3.5 Métrica de previsões de analistas

A métrica adotada para examinar as previsões de analistas foi o erro da previsão do LPA (DALMÁCIO *et al.*, 2013), que foi calculado como a diferença entre o resultado realizado (lucro por ação) da companhia pelo resultado previsto pelo consenso dos analistas (expresso como lucro por ação), dividido pelo valor absoluto do lucro por ação da companhia. Essa informação foi extraída diretamente da base de dados I/B/E/S, em base trimestral, no campo denominado *Surprise Mean*, podendo ser calculada conforme a Equação 1:

$$ERRO_{i,t+1} = \frac{LPA_{real\ i,t+1} - LPA_{previsto\ i,t+1}}{|LPA_{real\ i,t+1}|} \quad (\text{Equação 1})$$

Onde:

$ERRO_{i,t+1}$ = Erro de previsões de analistas da empresa i no período $t + 1$.

$LPA_{real\ i,t+1}$ = Lucro por ação realizado pela empresa i no período $t + 1$; e

$LPA_{previsto\ i,t+1}$ = Média do lucro por ação previsto pelo consenso dos analistas para a empresa i no período $t + 1$.

O LPA previsto foi mensurado pelo consenso das previsões dos analistas para o LPA da empresa no trimestre seguinte ao período de análise ($t+1$), uma vez que se trata do período em que os relatórios financeiros do período t foram publicados. O consenso corresponde à média das previsões de LPA de todos os analistas que cobrem aquela empresa num determinado período.

O LPA real representa o LPA efetivamente auferido pela empresa i no trimestre $t+1$, período em que são divulgados os relatórios financeiros do período t . Quanto mais próximo o valor previsto estiver do valor real, menor é o erro da previsão.

A utilização de módulo no denominador impede que a ocorrência de prejuízos embarace o sentido do erro de projeção. A previsão dos analistas será otimista quando a diferença entre o LPA realizado e o LPA previsto for negativa, e pessimista, quando a diferença entre o LPA realizado e o LPA previsto for positiva (MARTINEZ; DUMER, 2014; GATSIOS, 2013).

3.6 Métrica da regulação econômica

Para designar a variável regulação econômica, as empresas supervisionadas por órgãos reguladores foram isoladas das demais. Para tanto, consideraram-se reguladas as companhias classificadas pela B3 nos setores Financeiro (fiscalizadas pelo Banco Central; pela Superintendência de Seguros Privados e pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar); Petróleo, gás e biocombustíveis (fiscalizadas pela Agência Nacional de Petróleo); Utilidade pública (Agência Nacional de Energia Elétrica, Agência Nacional de Água, Agência Nacional de Transportes Terrestres, Agência Nacional de Aviação Civil e Agência Nacional de Transportes Aquaviários); Saúde (Agência Nacional de Saúde Suplementar e Agência Nacional de Vigilância Sanitária); Telecomunicações (Agência Nacional de Telecomunicações) e Mineração (Agência Nacional de Mineração).

Para realizar a separação das empresas reguladas e não reguladas, utilizou-se como parâmetro a planilha de classificação setorial da B3, obtida no *site* http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm. Nessa planilha, são apresentadas as informações de setor econômico e de segmento de cada empresa listada na B3. Assim, analisaram-se individualmente cada uma das empresas que compunham setores regulados, com o intuito de verificar se a empresa estava associada a um órgão regulador, e, em caso positivo, qual era a referida agência, conforme apresentado no APÊNDICE A.

A seguir, na Tabela 4, estão apresentadas as companhias da amostra geral e as companhias reguladas, bem como seu respectivo órgão regulador.

Tabela 4 – Distribuição das empresas da amostra por setor econômico

#	Setor Econômico	Amostra geral	Reguladas	Órgão regulador
1	Bens Industriais	25	–	–
2	Comunicações	13	12	ANATEL
3	Construção e Transporte	3	–	–
4	Consumo Cíclico	69	–	–
5	Consumo não Cíclico	23	–	–
6	Financeiro	32	8	BACEN
			5	SUSEP
7	Hotéis e Restaurantes	1	–	–
8	Materiais Básicos	19	–	–
9	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	10	7	ANP
10	Saúde	16	3	ANS
11	Tecnologia da Informação	16	–	–
12	Utilidade Pública	29	4	ANA
			1	ANAC
			23	ANEEL
			1	ANP
	Total	256	64	

Fonte: Elaborada pela autora.

Ao final desta análise, constatou-se que, das 256 companhias da amostra (5.299 observações), 64 eram firmas pertencentes a setores regulados (1.507 observações), e 192 eram firmas não reguladas (3.792 observações). Para fins de categorização da base de dados, assumiu-se a variável 1 quando a empresa fosse pertencente a setores regulados e 0 quando não fosse.

3.7 Técnica estatística, modelos estimados e tratamento dos dados

Para a análise dos dados desta tese, utilizou-se um Modelo de Equações Estruturais (MEE), pois esse método multivariado possibilita o exame simultâneo de um conjunto de relacionamentos teóricos entre uma ou mais variáveis, que podem ser observáveis ou latentes, até mesmo nos casos em que uma variável dependente em uma relação se torna independente em outras relações (MARÔCO, 2010). Combinando aspectos da análise fatorial com a regressão múltipla, a MEE capacita o pesquisador a examinar, simultaneamente, múltiplas relações de dependência e independência entre diversas variáveis observadas, sendo uma das mais recentes técnicas multivariadas utilizadas nas Ciências Sociais (HAIR; HULT; RINGLE, SARSTEDT, 2014).

Para a aplicação do MEE, as relações propostas em um modelo teórico são traduzidas em uma série de equações estruturais (semelhantes a equações de regressão múltipla) para cada variável dependente. Essa característica coloca a MEE como um caso à parte nas técnicas de análise multivariada, que permite apenas uma relação entre variáveis dependentes e independentes (HAIR, HULT, RINGLE, SARSTEDT, 2014).

Para a utilização do MEE, Hair, Anderson, Tatham e Black (1998) recomendam a análise e validação de um conjunto de premissas sobre os dados da amostra a fim de proporcionar maior confiabilidade dos resultados. Os principais pressupostos da base de dados para utilização do MEE são: a) normalidade dos dados; b) detecção de *outliers*; c) independência das observações; e d) ausência de colinearidade.

Apesar de os dados não seguirem uma distribuição normal, considerando que o tamanho da amostra é grande do ponto de vista estatístico, com 5.299 observações, Arnold (1980) explica que o teste F é assintoticamente válido, podendo-se admitir que as variáveis tenham distribuição aproximadamente normal.

Na análise de detecção de *outliers*, por meio do teste Grubbs's, as quantidades de dados atípicos reportadas não foram consideradas significantes, com exceção da variável ERRO, que apresentou somente um *outlier*, o valor mínimo de -20,3231. A partir desse resultado, examinou-se a natureza e composição do referido *outlier*, constatando que se tratava de uma observação real, e que, caso fosse eliminada, poderia limitar ou comprometer a generalidade da análise, optando-se, portanto, por não excluir essa observação.

Para analisar a independência das observações, examinou-se a matriz de correlação Pearson entre as variáveis. Para que as observações sejam independentes entre si, a correlação entre pares de variáveis deve ser próxima de zero. Segundo Marôco (2010), correlações acima de 0,70 entre pares de variáveis indicam que as variáveis estão fortemente correlacionadas, comprometendo a independência das observações. Observou-se que as variáveis apresentaram baixa correlação entre si, todas com indicadores abaixo de 0,70, indicando que os dados são independentes.

Na análise da ausência de colinearidade dos dados, analisou-se o Fator de Inflação de Variância (FIV) das variáveis, que quantifica a extensão da correlação entre uma variável preditora e os outros preditores em um modelo (HAIR;

ANDERSON; TATHAM; BLACK, 1998). De acordo com Salvian (2016), um FIV maior do que 10 indica alta multicolinearidade, enquanto valores entre 5 e 10 podem ser preocupantes. Na análise dos dados da amostra, o FIV assumiu valor menor do que 3 para todas as variáveis, mostrando não haver problemas de multicolinearidade dos dados.

Assim, após a validação das premissas dos dados da amostra, estimou-se o modelo de equações simultâneas pelo método dos mínimos quadrados ordinários, conforme apresentado no modelo teórico proposto por esta tese (Figura 1), descrito por meio de um diagrama visual que representa as inter-relações de dependência entre os constructos.

O primeiro modelo tem como variável dependente o gerenciamento de impressão das narrativas contábeis (GI) e utiliza como variáveis independentes a regulação econômica (REG) e as variáveis de controle.

O segundo modelo tem como variável dependente o erro de previsão dos analistas (ERRO) e utiliza como variáveis independentes o gerenciamento de impressão das narrativas contábeis (GI), a regulação econômica e (REG) as variáveis de controle.

Os referidos modelos foram estimados com base nas Equações 2 e 3 a seguir:

$$GI_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 REG_{i,t} + \gamma \sum Controls + \varepsilon \quad (\text{Equação 2})$$

$$ERRO_{i,t+1} = \theta_0 + \theta_1 GI_{i,t} + \theta_2 REG_{i,t} + \theta \sum Controls + \omega \quad (\text{Equação 3})$$

Onde:

$GI_{i,t}$: Gerenciamento de impressão da empresa i no período t ;

$ERRO_{i,t+1}$: Erro de previsões de analistas da empresa i no período $t + 1$;

$REG_{i,t}$: *Dummy* assumindo 1 se a empresa i for fiscalizada por alguma agência reguladora e, 0, se não, no momento t ;

Controls: variáveis de controle.

Além da observação da magnitude e significância estatística dos coeficientes padronizados, também foram analisadas as seguintes medidas de ajuste aproximado do MEE, que indicam o quão bem os dados se ajustaram ao modelo:

- (1) Estatística qui-quadrado: de acordo com Hair *et al.* (2005), a significância das diferenças entre a matriz observada e a matriz estimada pode ser avaliada pela Estatística qui-quadrado, em que se busca, na realidade, um valor significativo, indicando que os dados se ajustam ao modelo;
- (2) *Root Mean Squares Residual* (RMSR): se não houver discrepâncias entre as covariâncias observadas e aquelas determinadas no modelo, o ajuste é perfeito, e tem-se RMSR igual a zero. Conforme aumentam as discrepâncias, o índice aumenta. Bentler (1990) considera um bom ajuste um valor igual ou menor do que 0,05, enquanto Kline (1998) é ainda mais flexível, considerando aceitável um valor igual ou menor do que 0,10;
- (3) *Root Mean Square Error of Aproximation* (RMSA): além das discrepâncias entre a matriz predita e a observada, leva em consideração os graus de liberdade. Para Hair *et al.* (2005) valores inferiores a 0,08 são considerados aceitáveis.
- (4) *Comparative Fit Index* (CFI): considera um ajuste relativo do modelo observado ao compará-lo com um modelo base, cujos valores acima de 0,95 indicam ótimo ajuste, entre 0,95 e 0,90 indicam ajuste bom, entre 0,90 e 0,08 indicam um ajuste razoável e abaixo de 0,80 indicam um ajuste mau (BYRNE, 2001; MAROCO, 2010).

Para tratamento dos *outliers* das variáveis contínuas, utilizou-se a técnica de *winsorização* a 5% para variáveis contínuas. Esse procedimento, também utilizado nos trabalhos de Costa, Paz e Funchau (2008), Bates, Khale e Stulz (2009) e Ferreira (2018), não exclui *outliers* da amostra, somente reduz o efeito que exercem nos resultados das regressões. Os dados desta tese foram manuseados com o auxílio de planilhas eletrônicas de Excel, e os testes estatísticos foram executados no *software R*®.

3.8 Variáveis de controle

Além das variáveis investigadas nesta pesquisa, também foram inseridas nos modelos algumas variáveis de controle, selecionadas com base na revisão da literatura a respeito dos determinantes do erro de previsão dos analistas e do gerenciamento de impressão, a saber: Tamanho; Retorno sobre o ativo; Endividamento; Oportunidade de crescimento; Listagem na NYSE e Adoção das IFRS. As variáveis da pesquisa estão apresentadas no Quadro 5, a seguir.

Quadro 5 – Variáveis da pesquisa

Variável	Tipo	Sigla	Métrica	Referência	Sinal esperado	Fonte
1. Gerenciamento de impressão	Dependente e independente	GI	Explicado no item 3.5	Lai, Melloni e Stacchezzini (2016), Hallgren e Johansson, (2016), Caglio, Melloni e Perego (2020)	+/-	CVM
2. Erro da previsão de analistas	Dependente	ERRO	Explicado no item 3.6	Bocmaru(2015), Yan, Aerts e Thewissen (2019), Cabral <i>et al.</i> , (2021)	+/-	Thomson Reuters
3. Regulação econômica	Independente	REG	Explicado no item 3.7	Sarlo Neto (2002), Murcia (2009), Ribeiro <i>et al.</i> (2011)	-	B3
4. Tamanho	Controle	TAM	Logaritmo natural do ativo total no período t.	Behn <i>et al.</i> (2008), Glaum <i>et al.</i> (2013), Sierra-García <i>et al.</i> (2019)	-	Com dinheiro
5. Retorno sobre o ativo	Controle	ROA	Lucro antes dos impostos do período t dividido pelo ativo total no período t.	Behn <i>et al.</i> (2008), Martinez (2004), Glaum <i>et al.</i> (2013)	-	Com dinheiro
6. Endividamento	Controle	END	Total Passivos do período t/Total de ativos no período t.	Glaum <i>et al.</i> (2013), Santos, Silva, Sheng e Lora (2018)	+	Com dinheiro
7. Oportunidade de crescimento	Controle	MB	Valor de mercado do período t dividido pelo valor patrimonial (<i>price to book</i>) no período t.	Behn <i>et al.</i> (2008), Martinez (2004)	-	Com dinheiro
8. Listagem na NYSE	Controle	INT	Dummy assumindo 1 se a empresa for listada na NYSE e 0 se não.	Glaum <i>et al.</i> (2013), Santos, Silva, Sheng e Lora (2018)	-	Thomson Reuters
9. Adoção das IFRS	Controle	IFRS	Dummy assumindo 1 se o período for após a adoção das IFRS (ano 2010) e 0 se não.	Santos, Silva, Sheng e Lora (2018)	-	B3

Fonte: Elaborado pela autora.

Os sinais apresentados no Quadro 5 representam as relações esperadas para as variáveis de controle, que podem ter relação positiva com o erro da previsão dos analistas e do gerenciamento de impressão (sinal +) ou relação negativa (sinal -).

Além das variáveis de controle, também foram incluídas *dummies* de ano nos modelos, pois essas observações são importantes para controlar os efeitos fixos anuais das companhias da amostra (CHANG; RHEE, 2011; DAU, 2013; JAIN; CELO; KUMAR, 2019).

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Esta seção destina-se a apresentação e interpretação dos resultados obtidos no estudo, após terem sido realizados os procedimentos metodológicos propostos. Inicialmente, apresentam-se os resultados da estatística descritiva das variáveis do estudo e dos testes de Mann-Whitney para comparar diferenças entre os dados das companhias reguladas e não reguladas. Em seguida, apresentam-se os resultados do modelo de equação estrutural estimado a partir do método dos mínimos quadrados ordinários.

4.1 Estatística descritiva

A seguir, apresenta-se a estatística descritiva de todas as observações das variáveis da pesquisa na amostra antes da *winsorização*, na Tabela 5.

Tabela 5 – Estatística descritiva de todas as variáveis

Variável	N	Firmas	Média	DP	p. 25	Mediana	P.75
ERRO	5.299	256	0,3131	0,3612	0,0999	0,2375	0,4468
GI	5.299	256	0,4551	0,3639	0,3400	0,6000	0,7100
REG	5.299	256	0,2844	0,4511	0	0	1
TAM	5.299	256	22,7300	1,3800	21,6500	22,6000	23,7100
ROA	5.299	256	0,0652	0,0684	0,0211	0,0598	0,1065
END	5.299	256	0,5598	0,1752	0,4384	0,5567	0,6901
MB	5.299	256	2,5361	2,2148	1,0020	1,6486	3,2569
PREJ	5.299	256	0,1581	0,3649	0	0	0
INT	5.299	256	0,1036	0,3048	0	0	0
IFRS	5.299	256	0,8103	0,3921	1	1	1

Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa.

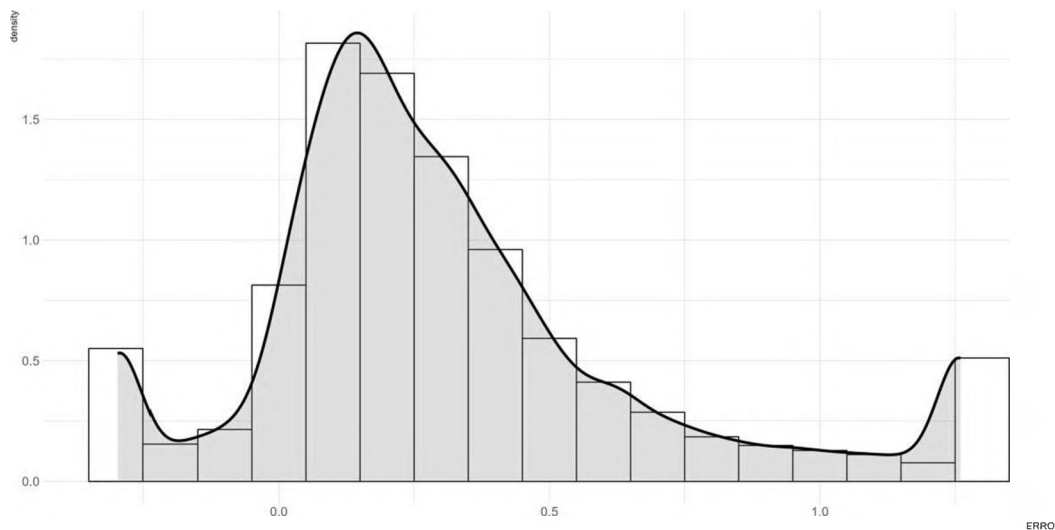
A partir dos dados apresentados, observa-se um erro médio dos analistas (ERRO) de 31,31%, indicando, de forma geral, um comportamento médio pessimista dos analistas em suas previsões de lucros ao longo dos dezenove anos investigados neste estudo. A mediana dos dados, também positiva, no valor de 0,2375, ratifica que as previsões de lucros dos analistas no período estudado tendem a ser menores do que os lucros realizados pelas empresas.

Ao comparar a média do erro das previsões dos analistas encontrada nesta TESE ($\mu = 0,3131$) com a de outros estudos recentes que também investigaram o erro das previsões dos analistas de companhias brasileiras, como Souza (2019), que obteve média do erro de 0,26851; Oliveira e Girão (2018), que obtiveram média do

erro de 0,41577; Peixoto e Martins (2021), que encontraram média do erro de 0,5252, pode-se perceber que a média aqui apresentada está em linha com o que tem sido encontrado no cenário brasileiro.

A seguir, apresentam-se, na Figura 2, o Histograma da variável Erro de Previsão dos analistas e, na Tabela 6, a Distribuição de Frequência da Variável Erro de Previsão dos analistas.

Figura 2 – Histograma da variável Erro de Previsão dos analistas



Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa.

Tabela 6 – Distribuição de Frequência da Variável Erro de Previsões dos analistas

Intervalos	Frequência	Frequência Relativa(%)	Frequência Acumulada	Frequência Relativa Acumulada(%)
(-0.300 ; 0]	605	11,42	605	11,42
(0 ; 0.500]	3.574	67,45	4.179	78,86
(0.500 ; 1.00]	717	13,53	4.896	92,39
(1.00 ; 1.100]	63	1,19	4.959	93,58
(1.100 ; 1.260]	340	6,42	5.299	100,00
Total	5.299	100,00		

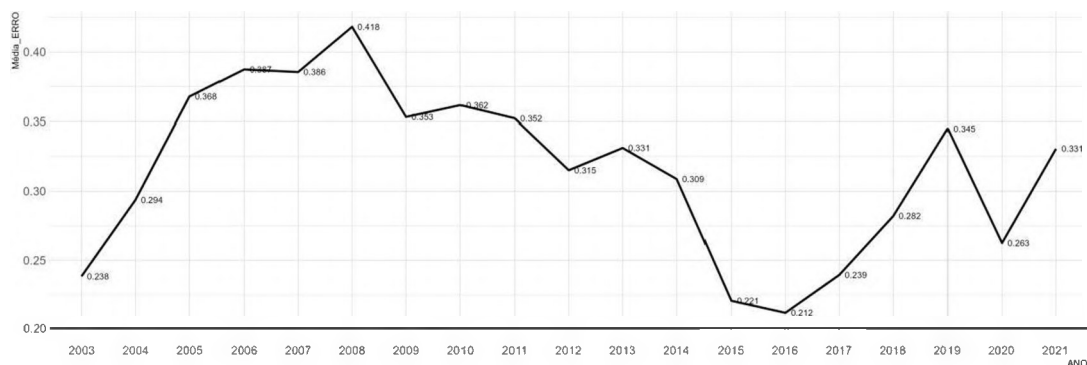
Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa.

Percebe-se, ao se analisar o histograma do erro médio dos analistas (ERRO) e a distribuição de frequência, que mais de 4.000 das 5.299 observações são

superiores a zero, confirmando maior concentração de dados positivos, indicando a natureza pessimista das previsões de lucros dos analistas na amostra.

Ao se analisar o comportamento do erro médio dos analistas (ERRO) ao longo dos anos, Figura 3, observa-se que as médias anuais variaram entre 0,20 e 0,50 no período estudado. Verificou-se que a média do erro da previsão dos analistas foi maior no período 2005-2012, e menor no período 2013-2020, tendo sido a maior média registrada em 2008, e a menor em 2016.

Figura 3 – Análise da média anual do comportamento do erro da previsão de analistas ao longo do tempo

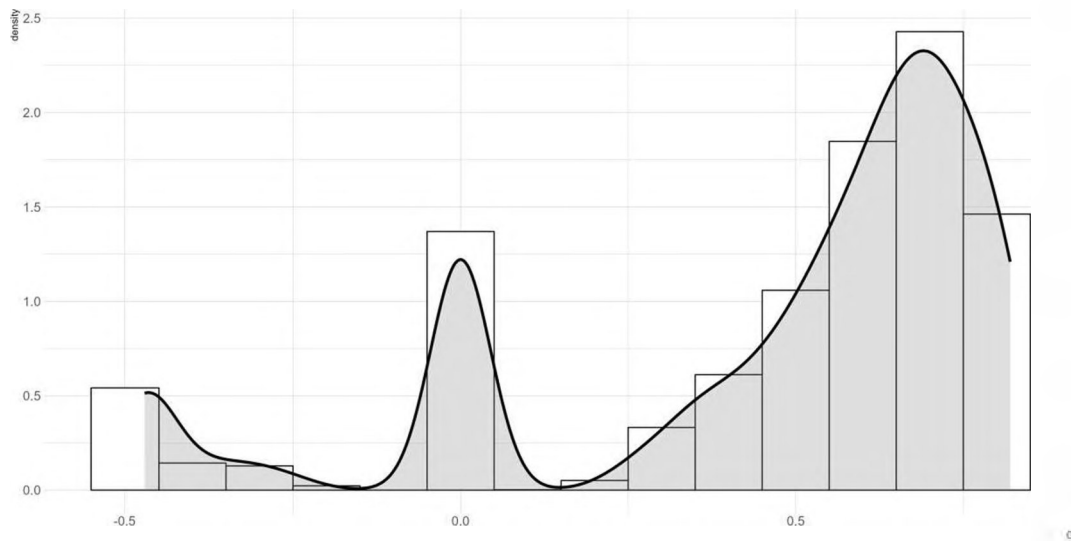


Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa.

Esse comportamento de tendência de redução do erro na previsão dos analistas, de acordo com a literatura, está relacionado com a experiência adquirida pelos analistas ao longo do tempo, conferindo a eles maior habilidade na previsão (MARTINEZ, 2004; MIKHAIL, WALTHER, WILLIS, 1997).

A seguir, apresentam-se, na Figura 4, o Histograma da variável Gerenciamento de Impressão das narrativas contábeis e, na Tabela 7, a Distribuição de Frequências da Variável Gerenciamento de Impressão das narrativas contábeis.

Figura 4 – Histograma da variável Gerenciamento de Impressão



Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa.

Tabela 7 – Distribuição de Frequências da Variável Gerenciamento de Impressão

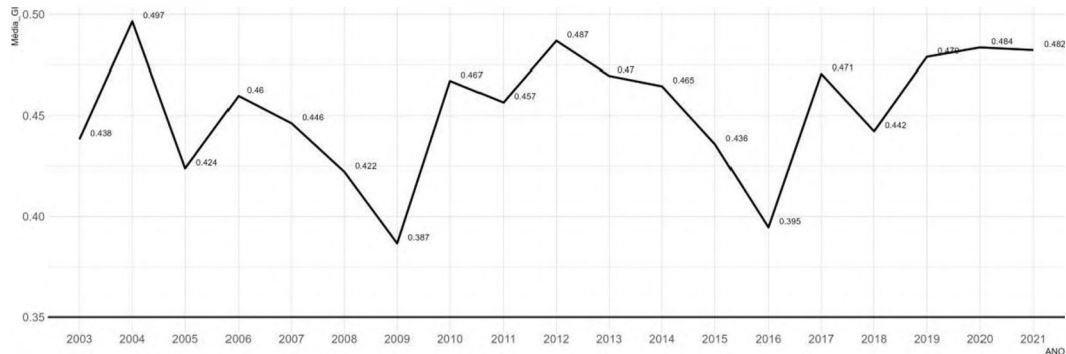
Intervalos	Frequência	Frequência Relativa(%)	Frequência Acumulada	Frequência Relativa Acumulada(%)
(-0.471 ; -0.255]	428	8,08	428	8,08
(-0.255 ; 0]	741	13,98	1.169	22,06
(0 ; 0.255]	28	0,53	1.197	22,59
(0.255 ; 0.5]	735	13,87	1.932	36,46
(0.5 ; 0.82]	3.367	63,54	5.299	100,00
Total	5.299	100,00		

Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa.

Com base nos dados da Tabela 5, observa-se que a variável gerenciamento de impressão das narrativas contábeis apresentou média positiva de 0,45, ao longo do período estudado, com mediana também positiva de 0,60, confirmando, em caráter geral, um viés otimista nos discursos dos relatórios financeiros *earnings release*. Esse viés otimista dos discursos dos relatórios contábeis da amostra pode ser confirmado ao se analisar o histograma dos dados, na Figura 4, que apresenta uma maior concentração dos dados da amostra superiores a zero.

A seguir, na Figura 5, apresenta-se a análise da média anual do comportamento do gerenciamento de impressão das narrativas contábeis ao longo do tempo.

Figura 5 – Análise da média anual do comportamento do gerenciamento de impressão das narrativas contábeis ao longo do tempo



Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa.

Ao se analisar o comportamento do gerenciamento de impressão das narrativas contábeis (GI) ao longo dos anos, na Figura 5, observa-se que as médias anuais variaram entre 0,38 e 0,50 no período estudado, indicando, em geral, um caráter otimista das narrativas contábeis dos relatórios *earnings release*. As maiores médias anuais do GI foram apresentadas nos anos 2004, 2012 e 2020, com valores acima de 0,48.

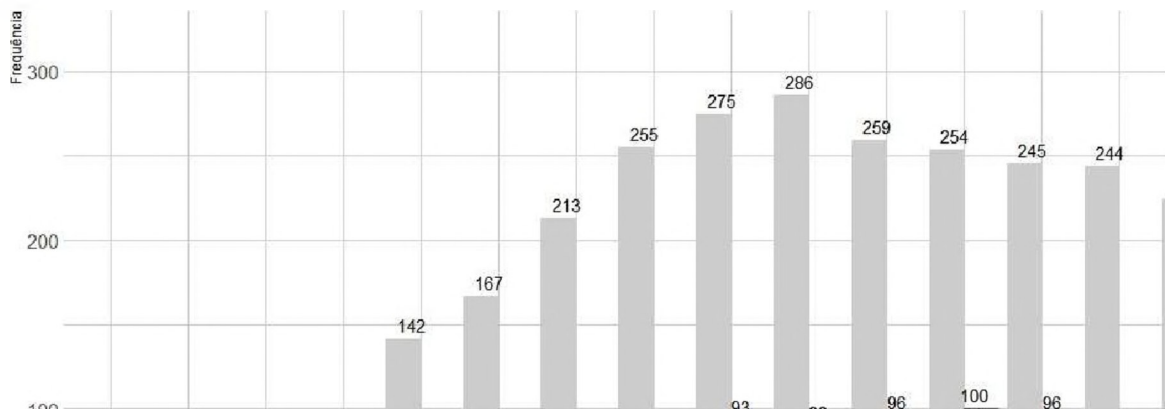
Já nos anos 2009 e 2016, foram verificadas as menores médias anuais do GI, com valores abaixo de 0,40, indicando um caráter menos otimista das narrativas contábeis dos relatórios *earnings release*. Destaca-se que os anos com mais baixo otimismo das narrativas contábeis correspondem a períodos de crise econômica: 2009, a crise do *subprime* americano (2007 a 2009), e 2016, quando o Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro caiu cerca de 7% em dois anos (2015 e 2016), inaugurando um período de recessão econômica e instabilidade política.

Quanto à Regulação Econômica (REG), embora a proporção de companhias reguladas seja de 25% (64 de 256 empresas), a amostra é composta por 28,44% (1.507 de 5.299 observações) de observações de companhias reguladas, e 71,56% de observações, de companhias não reguladas.

De acordo com a Figura 6, observa-se que a quantidade de companhias reguladas da amostra apresenta uma tendência de incremento ao longo do período analisado, em razão do aumento de companhias listadas, do aumento da maior divulgação do relatório *earnings release* e do aumento do acompanhamento pelos analistas ao longo do tempo.

Figura 6 – Análise da quantidade anual de observações de companhias reguladas e não reguladas ao longo do tempo

Distribuição da Regulação por Ano



Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa.

Após a análise descritiva, buscou-se investigar as diferenças entre as observações de companhias reguladas e não reguladas da amostra. Para tanto, foram realizados testes de diferenças entre médias (t de Student) e de medianas (Mann-Whitney) entre as observações provenientes de companhias reguladas e não reguladas, conforme apresentado na Tabela 8.

Tabela 8 – Testes de diferenças entre médias e medianas das observações de companhias reguladas e não reguladas

Variável	Painel A – Firms Reguladas				Painel B – Firms não Reguladas				t de Student (média)	μ de Mann-whitney
	N	Firms	Média	Mediana	N	Firms	Média	Mediana	p-valor	p-valor
ERRO	1.507	64	0,406	0,364	3.792	192	0,314	0,197	0,00***	0,00***
GI	1.507	64	0,382	0,560	3.792	192	0,484	0,620	0,00***	0,00***

TAM	1.507	64	23,6	23,5	3.792	192	22,4	22,2	0,00***	0,00***
ROA	1.507	64	0,0693	0,0626	3.792	192	0,0635	0,0585	0,00***	0,00***
END	1.507	64	0,571	0,571	3.792	192	0,555	0,551	0,00***	0,00***
MB	1.507	64	1,99	1,40	3.792	192	2,75	1,82	0,00***	0,00***
INT	1.507	64	7,4%	N/A	3.792	192	11,5%	N/A	0,00***	0,00***
IFRS	1.507	64	77,2%	N/A	3.792	192	82,6%	N/A	0,00***	0,00***

Nota: *, ** e *** indicam significância estatística aos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa.

Como se pode observar, a média e a mediana de todas as variáveis da pesquisa revelaram diferenças significantes, ao nível de 1%, entre as companhias reguladas e não reguladas.

Observa-se que a média do erro da previsão dos analistas é, significativamente, diferente e maior, nas firmas reguladas, com média de 40,60%, em comparação, às firmas não reguladas, com média de 31,40%, demonstrando um maior pessimismo nas previsões de lucros das companhias reguladas, quando comparado às firmas não reguladas.

Por outro lado, o gerenciamento de impressão das narrativas contábeis das firmas reguladas, com média de 0,382, mostrou-se, significativamente, diferente e menor do que aquele praticado em companhias não reguladas, com média de 0,484, sugerindo que a regulação econômica parece estar associada a menores níveis de práticas oportunistas.

A média do tamanho, de 23,6, e a média da rentabilidade, de 6,9%, das firmas reguladas mostraram-se significativamente diferentes e maiores nas firmas reguladas, quando comparadas às firmas não reguladas, que apresentaram médias de 22,4 e 6,3%, respectivamente. Já o endividamento médio das firmas reguladas, de 57,1%, é significativamente diferente e menor do que o das firmas não reguladas, no valor de 55,5%.

A média da oportunidade de crescimento (MB) das firmas reguladas, no valor de 1,99, foi significativamente diferente e menor do que a das firmas não reguladas, no valor de 2,75, mostrando que o mercado precifica ações de firmas não reguladas com valores mais altos do que das reguladas.

Também foi possível constatar diferenças significantes entre a proporção de observações apresentadas no padrão IFRS de companhias reguladas, com 77,2%, e de companhias não reguladas, com 82,6%. Por fim, apenas 7,4% das observações de firmas reguladas provêm de firmas listadas na NYSE, enquanto que as firmas não reguladas respondem por 11,5% das observações provenientes de companhias listadas nos Estados Unidos, apresentando diferenças significantes entre companhias reguladas e não reguladas.

Considerou-se importante apresentar como se comportou a média das principais variáveis da pesquisa ao longo do período investigado, dado que a distribuição das observações não é uniforme, devido à disponibilidade dos dados. A Tabela 9, a seguir, apresenta o comportamento da média anual do ERRO e do GI de firmas reguladas e não reguladas.

Tabela 9 – Média anual do ERRO e do GI de firmas reguladas e não reguladas

Ano	Painel A – Média das firmas reguladas				Painel B – Média das firmas não reguladas			
	N	Firmas	ERRO	GI	N	Firmas	ERRO	GI
2003	–	–	–	–	6	2	0,24	0,44
2004	26	13	0,34	0,45	23	9	0,25	0,55
2005	59	19	0,16	0,38	41	16	0,46	0,48
2006	44	17	0,36	0,31	69	25	0,59	0,56
2007	73	24	0,61	0,27	142	57	0,57	0,54
2008	70	24	0,72	0,36	167	60	0,67	0,45
2009	72	25	0,66	0,24	213	74	0,47	0,43
2010	78	24	0,54	0,38	255	78	0,58	0,49
2011	93	28	0,45	0,44	275	85	0,62	0,46
2012	90	26	0,48	0,41	286	87	0,25	0,51
2013	96	29	0,32	0,37	259	80	0,32	0,51
2014	100	29	0,32	0,41	254	83	0,31	0,48
2015	96	28	0,21	0,36	245	73	0,13	0,47
2016	88	25	0,01	0,31	244	74	0,03	0,43
2017	98	32	0,31	0,36	224	68	0,01	0,52
2018	100	29	0,43	0,38	242	71	0,19	0,47
2019	99	31	0,55	0,39	249	73	0,24	0,51
2020	112	32	0,39	0,46	278	89	0,03	0,49
2021	113	35	0,47	0,50	320	104	0,38	0,48
Total	1.507	64	0,41	0,38	3.792	192	0,31	0,48

Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa.

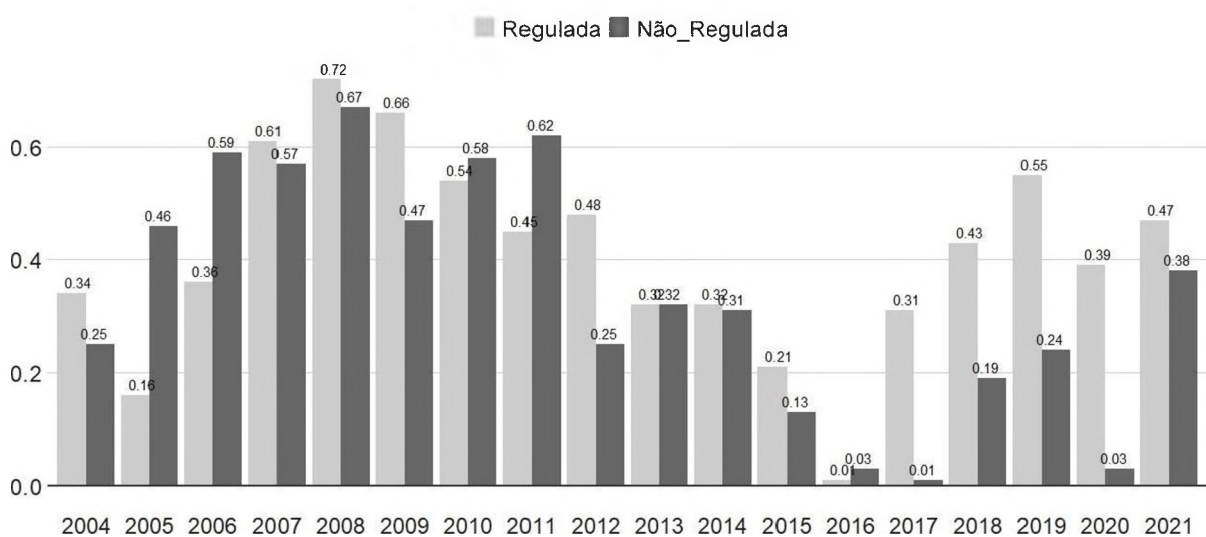
Observa-se que a média do erro das previsões dos analistas foi positiva, tanto no grupo de companhias reguladas quanto não reguladas, indicando pessimismo dos analistas em todos os anos da amostra da pesquisa.

Destaca-se que, especificamente, no período da crise do *subprime* norte-americano, que corresponde aos anos de 2007, 2008 e 2009, as médias do erro apresentam-se ainda maiores do que nos outros anos. Essas evidências corroboram um comportamento progressivamente volátil, a partir de transações especulativas, em períodos de crise, quando ocorre uma maior desvalorização de ativos (MINSKY, 2008).

Outra questão que chama atenção é que, nos referidos anos da crise do *subprime* norte-americano, as médias do erro das companhias reguladas apresentam-se ainda maiores do que as das companhias não reguladas, o que parece sugerir que a regulação econômica não atenua a incerteza e o pessimismo dos analistas, com vistas a manter a dinâmica econômica aquecida em períodos adversos e de instabilidade no sistema econômico.

Na análise da Figura 7, é possível analisar comparativamente o comportamento médio anual do ERRO das firmas reguladas e não reguladas.

Figura 7 – Comparativo da média anual do ERRO de firmas reguladas e não reguladas

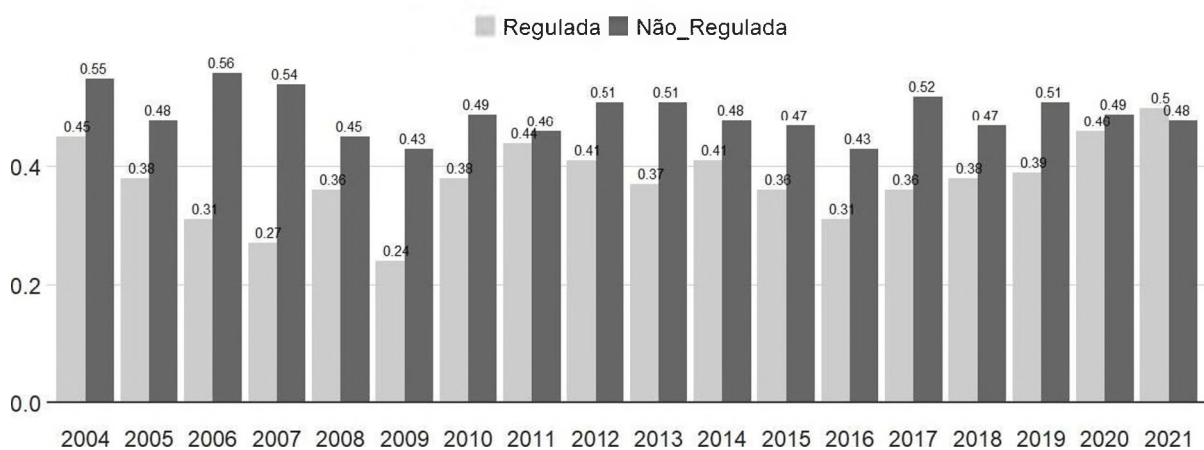


Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa.

Com base na Figura 7, é possível perceber que, entre o período 2004-2016, a média do ERRO das companhias reguladas e não reguladas apresentou pequenas diferenças, alternando o maior ERRO médio anual entre reguladas e não reguladas. No entanto, a partir de 2017, o ERRO médio das companhias reguladas passou a ser bem mais elevado do que das companhias não reguladas, indicando um maior pessimismo dos analistas para o grupo das reguladas.

Na análise da Figura 8, é possível analisar comparativamente o comportamento médio anual do GI das firmas reguladas e não reguladas.

Figura 8 – Comparativo da média anual do GI de firmas reguladas e não reguladas



Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa.

Com base na Figura 8, é possível destacar que o GI médio anual das companhias reguladas é menor em todos os anos estudados nesta pesquisa, evidenciando um caráter menos otimista das firmas reguladas quando comparado às não reguladas.

Assim, buscou-se apresentar os dados da amostra, com ênfase nas principais variáveis da pesquisa, para, a seguir, estimar o modelo de equação estrutural.

4.2 Estimação do modelo de equação estrutural

O modelo de equação estrutural foi estimado pelo método dos mínimos quadrados ordinários, baseando-se no modelo teórico proposto por esta tese (Figura 1), compreendendo o seguinte sistema de equações simultâneas 4 e 5:

$$GI_{i,t} = \beta^0 + \beta^1 REG_{i,t} + \beta^2 TAM_{i,t} + \beta^3 ROA_{i,t} + \beta^4 END_{i,t} + \beta^5 INT_{i,t} + \beta^6 IFRS_{i,t} + \sum \beta^7 ANO_{i,t} + \varepsilon \quad (4)$$

$$ERRO_{i,t+1} = \beta^0 + \beta^1 GI_{i,t} + \beta^2 REG_{i,t} + \beta^3 TAM_{i,t} + \beta^4 BM_{i,t} + \beta^5 END_{i,t} + \beta^6 IFRS_{i,t} + \sum \beta^7 ANO_{i,t} + \omega \quad (5)$$

O modelo (4) tem como variável dependente o gerenciamento de impressão das narrativas contábeis (GI) e utiliza como variáveis independentes a regulação econômica (REG) e as variáveis de controle utilizadas na literatura. O modelo (5) tem como variável dependente o erro de previsão dos analistas (ERRO) e utiliza como variáveis independentes o gerenciamento de impressão das narrativas contábeis (GI), a regulação econômica e (REG) as variáveis de controle utilizadas na literatura. Este estudo adotou *dummies* de ano nas duas equações para controlar as heterogeneidades não observáveis constantes no tempo. Os resultados estimados estão apresentados na Tabela 10.

Tabela 10 – Resultados do Modelo de Equação Estrutural

Variável	(1) Gerenciamento de impressão		(2) Erro da previsão de analistas	
	Estimador	z-value	Estimador	z-value
Constante	0,244	0,264	-0,642**	-0,935
GI	-	-	0,124**	1,929
REG	-0,144***	-11,336	0,074**	2,080
TAM	0,027***	5,760	0,039***	2,648
ROA	0,310***	4,364	-	-
MB	-	-	0,010	0,914
END	-0,082***	-2,547	-0,318***	-2,432
INT	-0,117***	-6,116	-	-
IFRS	-0,006	-0,047	0,127*	1,814
EF ANO	Sim		Sim	
Nº de Observações	5.299			
Medidas de ajuste do MEE				
(1) Estatística qui-quadrado	84,628***			
(2) Root Mean Squares Residual (RMSR)	0,008			

(3) Root Mean Square Error of Aproximation (RMSA)	0,062
(4) Comparative Fit Index (CFI)	0,814

Nota: *, ** e *** indicam significância estatística aos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa.

4.3 Análise do ajuste do Modelo de Equação Estrutural

Ao se analisar um modelo estimado por equações estruturais, é imprescindível levar em consideração que existem critérios de ajustamentos mínimos de qualidade que indicam o quão bem os dados se adaptam ao modelo para sua aceitação como evidência passível de análise (HAIR, HULT, RINGLE, SARSTEDT, 2014).

Assim, foram examinadas as medidas de ajuste do MEE registradas nos resultados dos testes estatísticos. Inicialmente, verificou-se que a estatística qui-quadrado no valor de 84,628 apresentou significância ao nível de 1%. Em seguida, ao se analisarem os indicadores SRMR e RMSEA, verificou-se que o indicador RMSR apresentou valor de 0,008, encontrando-se em nível adequado ($<0,50$), e o indicador RMSEA, o valor de 0,062, que também foi considerado aceitável ($<0,08$).

Também foi examinado o indicador CFI, que apresentou ajuste de 0,814, considerado razoável (BYRNE, 2001; MARÔCO, 2010), podendo-se considerar que o modelo é aceitável devido à sua complexidade.

Assim, todas as quatro medidas de ajuste examinadas confirmaram que o modelo teórico se ajusta aos dados empíricos, permitindo-se iniciar a análise dos coeficientes estimados nas Equações 4 e 5.

4.4 Análise das hipóteses da pesquisa

Inicialmente, analisou-se a relação existente entre a regulação econômica e o gerenciamento de impressão das narrativas contábeis. A análise multivariada indica que, quando todas as outras variáveis são controladas, a regulação econômica está associada de forma negativa e significativa, ao nível de 1% ($\beta = -1,044$, $z = -11,336$, $p = 0,000$), ao gerenciamento de impressão das narrativas contábeis, não se podendo, portanto, rejeitar a hipótese H1, de que “há uma relação e negativa entre regulação econômica e gerenciamento de impressão das

narrativas contábeis”. O achado indica que a regulação econômica reduz as práticas oportunistas de gerenciamento de impressão das narrativas contábeis.

Em seguida, analisou-se a relação existente entre o gerenciamento de impressão das narrativas contábeis e os erros de previsão dos analistas. Na análise dos resultados das equações, percebeu-se que o gerenciamento de impressão das narrativas contábeis está associado de forma positiva e significativa, ao nível de 5%, a erros de previsão dos analistas ($\beta = 0,124$, $z = 1,929$, $p = 0,054$), não se podendo, portanto, rejeitar a hipótese H2, de que “há uma relação e positiva entre gerenciamento de impressão das narrativas contábeis e erros de previsão dos analistas”. Este resultado revela que o gerenciamento de impressão das narrativas contábeis eleva a magnitude do erro da previsão de lucros dos analistas.

Por fim, analisou-se a relação existente entre a regulação econômica e os erros de previsão dos analistas. Na análise dos resultados das equações, percebeu-se que a regulação econômica está associada de forma positiva e significativa, ao nível de 5%, a um aumento dos erros de previsão dos analistas ($\beta = 0,074$, $z = 2,080$, $p = 0,038$), portanto, rejeitando-se a hipótese H3, de que “há uma relação e negativa entre regulação econômica e erros de previsões de analistas”. Assim, observa-se que a regulação econômica está associada ao aumento da magnitude do erro da previsão de lucros dos analistas.

4.5 Análise das variáveis de controle

Na análise dos resultados dos coeficientes do modelo (4), que estimou o gerenciamento de impressão, verificou-se que todas as variáveis de controle foram significantes, com exceção da IFRS. Este achado indica que a mudança para o padrão IFRS não está associada de forma significativa ao gerenciamento de impressão das narrativas contábeis, corroborando a ideia de que a adoção das IFRS, por si só, não é garantia de maior qualidade da informação (CASTRO *et al.*, 2016), principalmente, ao tratar de situações não contempladas pelas normas locais, como as narrativas contábeis.

Na análise do tamanho das companhias, verificou-se que o coeficiente da variável TAM está positivamente associado às práticas de gerenciamento de impressão das narrativas contábeis, significativa ao nível de 1%, indicando que empresas maiores estão associadas ao gerenciamento de impressão, conforme

encontrado por Lai, Melloni e Stacchezzini (2016), e contrariando o achado de Carvalheiro *et al.* (2021), que encontrou uma relação negativa entre essas variáveis.

Na análise da rentabilidade das companhias, verificou-se que o coeficiente da variável ROA está positivamente associado às práticas de gerenciamento de impressão das narrativas contábeis, significativa ao nível de 1%, indicando que a rentabilidade está associada de forma significativa ao gerenciamento de impressão, corroborando estudos internacionais (CLATWORTHY; JONES, 2006; LAI; MELLONI; STACCHEZZINI, 2016; HALLGREN; JOHANSSON, 2016; CAGLIO; MELLONI; PEREGO, 2020; CASERIO; PANARO; TRUCCO, 2019) e nacionais (FERREIRA *et al.*; 2019, CARVALHEIRO *et al.*, 2021).

Ainda analisando os indicadores que versam sobre desempenho, os achados revelaram um coeficiente negativo apresentado pela variável END, com significância a 1%, indicando que quanto maior o endividamento, menor o gerenciamento de impressão das narrativas contábeis, indicando que o endividamento está associado de forma significativa ao gerenciamento de impressão, corroborando estudos anteriores (HOPE, 2003; LAI; MELLONI; STACCHEZZINI, 2016; CAGLIO; MELLONI; PEREGO, 2020; CLATWORTHY; JONES, 2006).

Analisando-se as empresas com listagem na NYSE, os resultados apresentaram um coeficiente negativo para variável INT, com significância a 1%, indicando que empresas listadas na bolsa de valores de Nova Iorque estão negativamente associadas ao gerenciamento de impressão das narrativas contábeis, conforme esperado pela literatura sobre companhias com listagem cruzada (SANTOS; SCHIOZER, PONTE, 2022; JAGGI; LOW, 2000; ZARZESKI, 1996; STREET; BRYANT, 2000, STREET; GRAY, 2002; KHANNA; PALEPU; SRINIVASAN, 2004; GLAUM *et al.*, 2013).

Na análise dos resultados dos coeficientes do modelo (5), que estimou o erro de previsão dos analistas, verificou-se que todas as variáveis de controle foram significantes, exceto a oportunidade de crescimento, que avalia relação entre o valor de mercado e o valor patrimonial da empresa, contrariando o que preceitua a literatura sobre este assunto (RICHARDSON; TEOH; WYSOCKI, 1999; MARTINEZ, 2004; DALMACIO *et al.*, 2013).

Na análise do tamanho das companhias, por exemplo, verificou-se que o coeficiente da variável TAM está positivamente associado ao erro da previsão dos analistas, significativa ao nível de 1%, indicando que empresas maiores estão

associadas a um maior nível de erro da previsão dos analistas. Esses achados contrariam a corrente mais conhecida da literatura que preceitua que quanto maior a empresa, maior a qualidade esperada do conteúdo informacional divulgado, portanto menor será o erro da previsão dos analistas (LANG; LUNDHOLM, 1996; DALMÁCIO *et al.*, 2013; BAE, TAN; WELKER, 2008; PESSOTTI, 2012; GATSIOS, 2013; ERNSTBERGER; KROTTER; STADLER, 2008). Contudo, corroboram com a corrente menos conhecida que preconiza que empresas maiores apresentam maior complexidade, o que aumenta o erro dos analistas em suas previsões (ASHBAUGH; PINCUS, 2001; LANG; LUNDHOLM, 1996).

Na análise do endividamento das companhias, os achados revelaram um coeficiente negativo apresentado pela variável END, com significância a 1%, indicando que quanto maior o endividamento, menor é o erro da previsão dos analistas, corroborando a corrente mais conhecida na literatura, que preceitua que quanto menor o endividamento, maior a qualidade esperada do conteúdo informacional divulgado, portanto menor será o erro da previsão dos analistas (LANG; LUNDHOLM, 1996; DALMÁCIO *et al.*, 2013; BAE, TAN; WELKER, 2008; PESSOTTI, 2012; GATSIOS, 2013; ERNSTBERGER; KROTTER; STADLER, 2008).

Por fim, na análise da utilização do padrão IFRS, os resultados apresentaram um coeficiente positivo, com significância a 10%, indicando que a adoção das IFRS, a partir de 2010, está positivamente associada a erros de previsões de analistas, sugerindo que a mudança para o padrão IFRS, por si só, não é garantia de maior qualidade da informação (CASTRO *et al.*, 2016), de modo a reduzir os erros de previsão dos analistas.

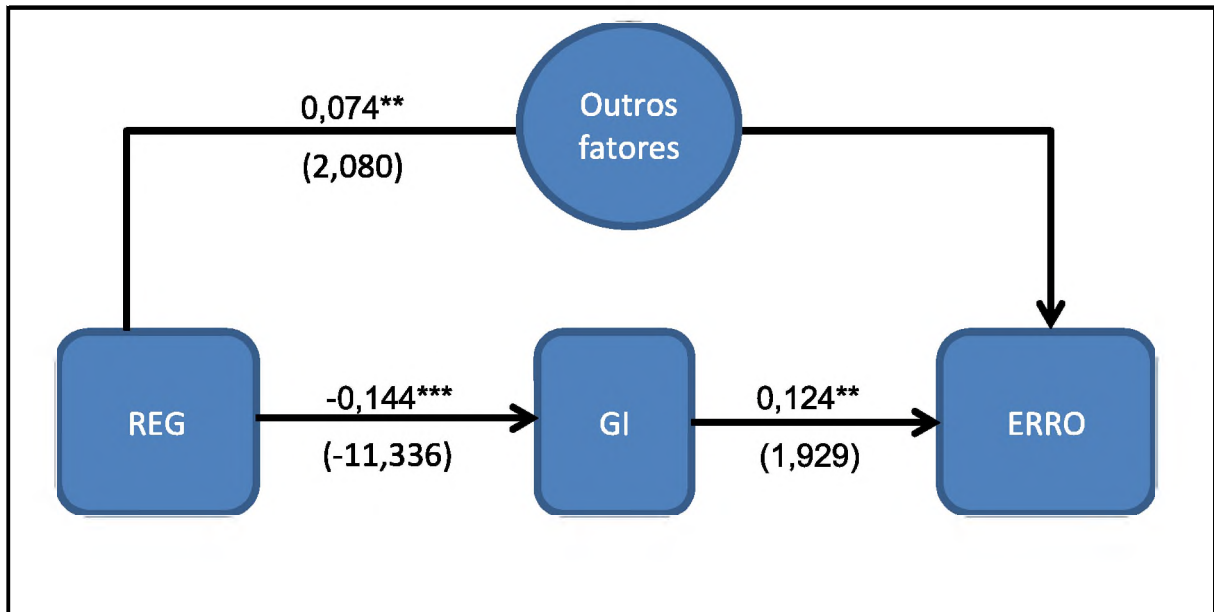
Após a análise das variáveis de controle, foi possível realizar a análise do efeito direto, indireto e total do MEE.

4.6 Análise do efeito indireto, direto e total

De acordo com a apresentação da análise das hipóteses, os resultados do sistema de equações simultâneas indicam que existem relações significantes entre a regulação econômica e o gerenciamento de impressão das narrativas contábeis, entre o gerenciamento de impressão das narrativas contábeis e o erro de previsões de analistas, e entre a regulação econômica e o erro de previsões de analistas.

Para compreender melhor essas relações, a Figura 9 apresenta os efeitos diretos entre as principais variáveis deste estudo, que são representados com setas.

Figura 9 – Diagrama de Caminhos



Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa.

Um MEE com um suposto efeito mediador entre duas variáveis pode produzir efeitos diretos e indiretos entre as variáveis. Os coeficientes expostos nas setas do diagrama de caminhos representam os efeitos diretos. Para se estimar o efeito indireto, é necessário multiplicar os coeficientes dos efeitos diretos (NEVES, 2018). Neste caso, o efeito indireto decorre da variável gerenciamento de impressão das narrativas contábeis, que está supostamente mediando a relação entre a regulação econômica e o erro de previsões dos analistas.

O efeito indireto é uma sequência de dois ou mais efeitos diretos, sendo representado sempre por, no mínimo, duas setas, podendo ser testado para construtos presentes no modelo proposto que se supõem mediadores, ao se avaliar os coeficientes e suas significâncias para o modelo com a mediação e sem a variável mediadora (COSTA, 2016).

No diagrama de caminhos apresentado, observa-se que a regulação econômica (REG) é associada de forma positiva e significativa, ao nível de 5% ($\beta = 0,074$, $z = 2,080$, $p = 0,038$), ao erro de previsão dos analistas (ERRO), revelando um efeito direto positivo e significativo sobre o erro da previsão dos analistas (ERRO), ao contrário do que se esperava.

Por outro lado, ao se analisar a relação entre a regulação econômica (REG) e o erro de previsão dos analistas (ERRO) na presença da variável mediadora

gerenciamento de impressão das narrativas contábeis nesta relação (GI), observa-se que a regulação econômica (REG) é associada de forma negativa e significativa, ao nível de 1%, ($\beta = -1,044$, $z = -11,336$, $p = 0,000$), ao gerenciamento de impressão das narrativas contábeis, e que, por sua vez, o gerenciamento de impressão das narrativas contábeis é associado de forma positiva e significativa, ao nível de 5%, ($\beta = 0,124$, $z = 1,929$, $p = 0,054$), aos erros de previsão dos analistas.

A análise da relação entre a regulação econômica (REG) e o erro de previsão dos analistas (ERRO) com a presença da variável mediadora (GI) revela um efeito indireto da variável mediadora gerenciamento de impressão das narrativas contábeis (GI), que pode ser calculado a partir do produto dos coeficientes dos efeitos diretos que precedem e sucedem a variável intermediária (COSTA, 2016; NEVES, 2018).

Assim, multiplicou-se o coeficiente da relação direta entre a regulação econômica e o gerenciamento de impressão das narrativas contábeis ($\beta = -0,144$) pelo coeficiente da relação direta entre o gerenciamento de impressão das narrativas contábeis e o erro de previsão de analistas ($\beta = 0,124$), obtendo-se o efeito indireto negativo de $\beta = -0,018$, ($z = -1,896$, $p = 0,058$), significativa ao nível de 5%, que a variável gerenciamento de impressão das narrativas contábeis desempenha na relação entre a regulação econômica e erros de previsões de analistas, apresentado na Tabela 11.

Essa descoberta indica que a regulação econômica leva a uma redução do gerenciamento de impressão das narrativas contábeis, o que, por sua vez, permite que os analistas elaborem previsões de lucros mais precisas, reduzindo o nível de erro das previsões. Na Tabela 11, foram apresentados os efeitos diretos e totais da relação entre a regulação econômica e o erro de previsões dos analistas, a partir dos quais se pôde calcular o efeito indireto da variável gerenciamento de impressão das narrativas contábeis nesta relação.

Tabela 11 – Efeitos indiretos, diretos e totais da relação entre a regulação econômica e o erro de previsões dos analistas

	Coeficiente	z-value	p > z
Efeito direto			
REG	0,074**	2,080	0,038
Efeito indireto			
GI	-0,018*	-1,896	0,058

Efeito total			
REG	0,056	1,570	0,116

Nota 1: Esta tabela apresenta os resultados da estimativa dos efeitos indiretos e totais do REG sobre o ERRO com base no sistema de equações (1) e (2).

Nota 2: *, ** e *** indicam significância estatística aos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa.

Por fim, o efeito total corresponde à soma do efeito direto ($\beta = 0,074$, $z = 2,080$, $p = 0,038$) da regulação econômica sobre o erro de previsão de analistas, com o efeito indireto ($\beta = -0,018$, $z = -1,896$, $p = 0,058$).

Assim, ao somarem-se os dois caminhos, desde a regulação econômica até o erro de previsão de analistas, obtém-se um efeito total $\beta = 0,056$, ($z = 1,570$, $p = 0,116$), não significativa. Esse efeito total não significativa indica que a relação entre a regulação econômica e o erro de previsão de analistas não é uma relação tão forte, como se enunciava, conforme apresentado na hipótese H3, de que “há uma relação e negativa entre regulação econômica e erros de previsões de analistas”.

No entanto, esta descoberta possibilita uma melhor compreensão sobre a análise do impacto do gerenciamento de impressão das narrativas contábeis na relação entre a regulação econômica e o erro de previsão de analistas. Os resultados mostram que, apesar de o efeito direto ser positivo e significativo a 5%, o efeito total não é significativo, permitindo-se inferir que, ao se analisar a associação entre a regulação econômica e o erro de previsão de analistas sem a mediação do gerenciamento de impressão das narrativas contábeis, informações importantes podem ser perdidas.

4.7 Análise do efeito mediador da variável gerenciamento de impressão

Analisando-se as relações investigadas, pode-se concluir que o efeito total da regulação econômica sobre o erro de previsões dos analistas não é significativo. Contudo, o efeito indireto da regulação econômica sobre o erro de previsão de analistas, na presença do gerenciamento de impressão das narrativas contábeis, é negativo e significativo a 5%, indicando que esta se trata de uma variável mediadora, pois tem um papel de causa ou efeito ao intermediar a relação entre a regulação econômica e o erro de previsões dos analistas (BARON; KENNY, 1986).

Este papel de causa e efeito pode ser explicado considerando-se que o gerenciamento de impressão das narrativas contábeis é significativamente reduzido pela regulação econômica, ao nível de 1%, ao passo que também aumenta significativamente o erro de previsão dos analistas, ao nível de 5%.

Em uma análise geral, pode-se afirmar que o gerenciamento de impressão das narrativas contábeis é uma variável mediadora na relação entre a regulação econômica e o erro de previsões dos analistas, significativa ao nível de 5%, capaz de alterar o sinal positivo da relação direta, também significativa ao nível de 5%, entre a regulação econômica e o erro de previsões dos analistas.

4.8 Discussão dos resultados

A seguir, são apresentados, de maneira clara, os principais achados da pesquisa e sua relação com os principais trabalhos que embasaram as hipóteses. A partir da identificação dos relacionamentos de causalidade entre regulação econômica, o gerenciamento de impressão das narrativas contábeis e o erro de previsões dos analistas, as hipóteses H1 e H2 propostas nesta pesquisa não puderam ser rejeitadas.

A relação negativa encontrada ao avaliar a primeira hipótese desta tese (H1), de que “há uma relação e negativa entre regulação econômica e gerenciamento de impressão das narrativas contábeis”, alinha-se à premissa de que a regulação econômica influencia o nível de evidenciação das empresas, constituindo-se um incentivo para melhorarem suas práticas de divulgação, o que faz com que os setores regulados divulguem informações com maior qualidade do que os não regulados (SKILLIUS; WENBERG, 1998; SARLO NETO, 2002; LOPES, 2002; LARRINAGA *et al.*, 2002; NYQUIST, 2003; REPETTO *et al.*, 2002; ALCIATORE *et al.*, 2004; RIBEIRO *et al.*, 2011).

A relação positiva encontrada ao avaliar a segunda hipótese desta tese (H2), de que “há uma relação e positiva entre gerenciamento de impressão das narrativas contábeis e erros de previsões de analistas”, indica que os erros dos analistas são significativamente afetados pelos altos níveis de gerenciamento de impressão das narrativas contábeis, que configuram altos níveis de otimismo ou pessimismo dos discursos encontrados nos relatórios financeiros *earnings releases*. Esses achados alinham-se com o resultado do estudo internacional de Bocmaru (2015) e do estudo nacional de Cabral, Pain, Souza e Bianchi (2021). No entanto, diferem do estudo

internacional de Yan, Aerts e Thewissen (2019), que aponta que narrativas contábeis com altos níveis de otimismo, estão associadas a previsões mais assertivas.

Por outro lado, ao contrário do que se esperava, quando se formulou a hipótese H3, de que “há uma relação e negativa entre regulação econômica e erros de previsões de analistas”, os resultados desta tese revelaram uma relação positiva e significativa entre regulação econômica e erros de previsões de analistas, o que contraria a premissa teórica de que um ambiente regulatório mais exigente seria capaz de reduzir erros de previsão dos analistas (SKILLIUS; WENNERBERG, 1998; SARLO NETO, 2002; LOPES, 2002; LARRINAGA *et al.*, 2002; NYQUIST, 2003; REPETTO *et al.*, 2002; ALCIATORE *et al.*, 2004; RIBEIRO *et al.*, 2011).

De acordo com os achados da primeira e da segunda hipótese desta tese, foi possível constatar que a regulação econômica reduz o nível gerenciamento de impressão das empresas, tratando-se de um incentivo para as empresas melhorarem suas práticas de divulgação, o que faz com que, de forma indireta, reduzam-se os erros de previsão dos analistas, de forma significativa, ao nível de 5%, conforme apresentado na estatística do efeito indireto.

No entanto, a rejeição da hipótese H3 revelou que a regulação econômica, por si só, não é capaz reduzir o erro de previsões dos analistas. Embora se espere que a regulação econômica seja capaz de reduzir as incertezas no processo de formação das previsões dos analistas, de acordo com Liu, Wang e Wu (2023), o aumento da quantidade de divulgações das empresas decorrente de disposições regulatórias pode causar sobrecarga de informação para os analistas, que significa que as suas necessidades de informação podem exceder a sua capacidade de processamento (DRIVER; MOCK, 1975; SCHICK *et al.*, 1990), o que reduz a qualidade de suas decisões (IMPINK *et al.*, 2022).

Os analistas sobrecarregados com a informação cada vez mais abundante divulgada pelas empresas reguladas poderão formular previsões de lucros sem processar totalmente a informação, resultando num aumento de erro das previsões. Além disso, o aumento de disposições regulatórias restringe a capacidade dos gestores de manipular os resultados (DAVIDSON *et al.*, 2005; KLEIN, 2002; PEASNELL *et al.*, 2000). Se os gestores de companhias reguladas forem menos capazes de manipular os lucros para atingir ou superar as previsões dos analistas, mas os analistas não conseguirem integrar totalmente esta informação nas suas

previsões, espera-se que os erros de previsões dos analistas aumentem (LIU; WANG; WU, 2023).

Além desses argumentos, Chen, Xie e Zhang (2017) apontam que a regulação econômica é capaz de alterar diversos outros fatores do ambiente em que as empresas estão inseridas, além do ambiente informacional, como pôde ser comprovado na hipótese H1. Entretanto, o somatório desses efeitos sobre os erros de previsões dos analistas enfraquece quando esta relação é analisada de forma direta, pois, além do ambiente informacional, a regulação econômica modifica diversos outros fatores ao nível da empresa, do ambiente e da dinâmica dos mercados, tais como a competitividade do setor (GUNNINGHAM *et al.*, 1998), a estrutura de custos operacionais, políticos e processuais (POHLMANN; ALVES, 2004), a busca por valores fundamentais, em detrimento de foco excessivo na conformidade (LARRINAGA *et al.*, 2002), a intervenção estatal (POSNER, 1974), o nível de burocracia dos processos (SCOTT, 2009), estrutura e o custo de capital (CARRIGAN; COGLIANESE, 2016) e a propensão do engajamento do gestor em práticas de gerenciamento de resultados (CHEN; CHEN; SU, 2001).

Dessa forma, entende-se que esses fatores conjuntamente podem estar positiva ou negativamente associados ao erro de previsão dos analistas, de modo que somados enfraquecem o efeito dos benefícios informacionais da regulação econômica sobre os erros de previsões dos analistas, o que pode ser corroborado pelo resultado não significativo, ao nível de 5%, do efeito total da regulação econômica sobre o erro de previsão dos analistas.

Nesse contexto, a presença da variável mediadora gerenciamento de impressão tem um papel ainda mais relevante, uma vez que é capaz de tornar essa relação significativa negativa e significativa, ao nível de 5%.

Essas evidências fornecem indícios que confirmam a TESE da pesquisa de que a regulação econômica atua como uma forma de monitoramento dos gestores, reduzindo problemas de risco moral, portanto, inibindo práticas oportunistas, como é o caso do gerenciamento de impressão das narrativas contábeis. Diante de uma informação contábil menos exposta às práticas oportunistas, como o gerenciamento de impressão das narrativas contábeis, os analistas de investimentos são capazes projetar expectativas mais realistas sobre o preço das ações, o que reduz o erro estimado das previsões do lucro por ação das companhias.

Conjuntamente a esses resultados, também foram encontrados indícios de que o gerenciamento de impressão das narrativas contábeis atua como uma variável mediadora na relação entre a regulação econômica e as previsões de analistas, produzindo um efeito indireto entre essas duas variáveis, tratando-se de um novo conhecimento para a linha de pesquisa sobre o gerenciamento de impressão das narrativas contábeis, que não havia sido explorado até então.

4.9 Testes de Robustez

Com a finalidade de ratificar os resultados apresentados neste estudo, foram desenvolvidos seis testes de robustez, seguindo a abordagem metodológica do MEE utilizado na estimação do modelo principal, tendo em vista todos os argumentos anteriormente defendidos. Os resultados dos testes de robustez revelaram estatística qui-quadrado com significância ao nível de 1%, rejeitando-se a hipótese nula de adequação dos dados aos modelos testados, e demonstraram bom ajustamento, com indicadores SRMR, RMSEA e CFI em níveis adequados, corroborando os achados do modelo principal da pesquisa.

Em primeiro lugar, optou-se por excluir as companhias pertencentes ao setor financeiro da amostra, em razão de representatividade das companhias reguladas desse setor. Em segundo lugar, optou-se por excluir as variáveis de controle, mantendo-se apenas as *dummies* de ano para controlar os efeitos fixos das companhias da amostra.

Em terceiro lugar, optou-se por, além das variáveis de controle, também excluir as *dummies* de ano, pois, embora estas observações sejam importantes para controlar os efeitos fixos anuais das companhias da amostra (CHANG; RHEE, 2011; DAU, 2013; JAIN; CELO; KUMAR, 2019), as características temporais também podem variar e, conseqüentemente, afetar as métricas do ajuste e os parâmetros estabelecidos no modelo principal.

Em quarto lugar, optou-se por excluir os anos de 2007, 2008 e 2009, referentes ao período da crise do *subprime*, para testar se o período poderia afetar o ajuste e os parâmetros do modelo principal deste estudo. Na quinta análise, em vez dos anos da crise do *subprime*, optou-se por excluir os anos de 2020 e 2021, referentes à crise da Covid-19.

Por fim, na sexta e última análise, excluíram-se tanto os anos da crise do *subprime* quanto os anos da crise da Covid-19, com o intuito de avaliar se os

períodos dessas crises, em conjunto, poderiam afetar os resultados deste estudo. Na Tabela 12, pode-se observar os resultados de robustez das relações testadas nas hipóteses H1, H2 e H3, e também do efeito indireto da variável mediadora gerenciamento de impressão na relação entre a regulação econômica e erros de previsões de analistas e do efeito total desta relação.

Tabela 12 – Testes de robustez

Painel A – Resultados do MEE sem as companhias do setor financeiro na amostra				
Hipótese	Coefficiente	Robustez	Efeito indireto / Robustez	Efeito total / Robustez
H1 (GI~ REG)	0.143**	Não rejeita		
H2 (ERRO~ GI)	-0.169***	Não rejeita	-0.024**	0.025
H3 (ERRO~ REG)	0.049	Rejeita	Não rejeita	Não rejeita
Painel B – Resultados do MEE sem variáveis de controle com efeitos fixos de ANO				
Hipótese	Coefficiente	Robustez	Efeito indireto / Robustez	Efeito total / Robustez
H1 (GI~ REG)	0.123**	Não rejeita		
H2 (ERRO~ GI)	-0.103***	Não rejeita	-0.013**	0.091***
H3 (ERRO~ REG)	0.103***	Não rejeita	Não rejeita	Rejeita
Painel C – Resultados do MEE sem variáveis de controle sem efeitos fixos de ANO				
Hipótese	Coefficiente	Robustez	Efeito indireto / Robustez	Efeito total / Robustez
H1 (GI~ REG)	-0.102***	Não rejeita		
H2 (ERRO~ GI)	0.129***	Não rejeita	-0.013***	0.092**
H3 (ERRO~ REG)	0.105***	Não rejeita	Não rejeita	Rejeita
Painel D – Resultados do MEE sem anos de 2007, 2008 e 2009 (crise <i>subprime</i>)				
Hipótese	Coefficiente	Robustez	Efeito indireto / Robustez	Efeito total / Robustez
H1 (GI~ REG)	-0.132***	Não rejeita		
H2 (ERRO~ GI)	0.126**	Não rejeita	-0.017	0.062
H3 (ERRO~ REG)	0.078**	Não rejeita	Não rejeita	Não rejeita
Painel E – Resultados do MEE sem anos de 2020 e 2021 (crise COVID-19)				
Hipótese	Coefficiente	Robustez	Efeito indireto / Robustez	Efeito total / Robustez
H1 (GI~ REG)	-0.165***	Não rejeita		
H2 (ERRO~ GI)	0.114**	Não rejeita	-0.019**	0.069**
H3 (ERRO~ REG)	0.087***	Não rejeita	Não rejeita	Rejeita
Painel F – Resultados do MEE sem anos de 2007, 2008 e 2009 (crise <i>subprime</i>) e de 2020 e 2021 (crise COVID-19)				
Hipótese	Coefficiente	Robustez	Efeito indireto / Robustez	Efeito total / Robustez
H1 (GI~ REG)	-0.156***	Não rejeita		
H2 (ERRO~ GI)	0.115**	Não rejeita	-0.018**	0.076**
H3 (ERRO~ REG)	0.094**	Não rejeita	Não rejeita	Rejeita

Nota: *, ** e *** indicam significância estatística aos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa.

Com base nos resultados dos testes de robustez apresentados na Tabela 12, observa-se que, em todos os casos, os resultados das hipóteses H1 e H2 permaneceram inalterados, com significância ao nível de 5%, demonstrando que os resultados encontrados não são sensíveis às variações realizadas na amostra.

Além das hipóteses H1 e H2, os sinais dos coeficientes do efeito indireto decorrente da variável gerenciamento de impressão das narrativas contábeis na relação entre regulação econômica e erros de previsões de analistas permaneceram inalterados, com significância ao nível de 5%, indicando robustez das análises.

Já a hipótese H3, de que “há uma relação e negativa entre regulação econômica e erros de previsões de analistas”, rejeitada ao nível de 5% na análise principal deste estudo, embora não tenha apresentado alteração do sinal do coeficiente em nenhuma análise, mostrou-se não significativa sem a presença das companhias do setor financeiro na amostra.

Na análise do efeito total, que se mostrou não significativa na análise principal deste estudo, os testes de robustez revelaram que o efeito total foi significativo nas análises sem variáveis de controle com efeitos fixos de ANO (Painel B), sem variáveis de controle sem efeitos fixos de ANO (Painel C), sem anos de 2020 e 2021 (crise Covid-19) (Painel E) e sem anos de 2007, 2008 e 2009 (crise *subprime*) e de 2020 e 2021 (crise Covid-19) (Painel F), demonstrando que os resultados sobre o efeito total da relação entre regulação econômica e erros de previsões de analistas são sensíveis às variações realizadas na amostra, evidenciando que essa relação não está tão bem estabelecida.

Por outro lado, apesar de os resultados da análise da hipótese H3 e do efeito total terem variado, os testes de robustez das hipóteses H1 e H2 e do efeito indireto mantiveram inalterado o sinal dos coeficientes dessas relações, permanecendo significantes ao nível de 5%, quando comparados ao modelo principal desta tese, ratificando a validade dos principais achados desta pesquisa.

5 CONCLUSÕES

Esta pesquisa teve como objetivo principal investigar a relação entre previsões de analistas, gerenciamento de impressão das narrativas contábeis e regulação econômica das companhias brasileiras, baseando-se na tese de que a regulação econômica atua como uma forma de monitoramento dos gestores, reduzindo problemas de risco moral, portanto, inibindo práticas oportunistas, como é o caso do gerenciamento de impressão das narrativas contábeis, o que, por sua vez, tornaria os analistas de investimentos capazes de projetar expectativas mais realistas sobre o preço das ações, reduzindo o erro estimado das previsões do lucro por ação das companhias. Nesse sentido, esta tese também propôs a ideia de que o gerenciamento de impressão das narrativas contábeis media a relação entre a regulação econômica e as previsões de analistas.

Basicamente, a tese visou contribuir em três frentes: teórica, ao promover um diálogo entre abordagens teóricas sobre a regulação econômica e o gerenciamento de impressão e examinar como essas abordagens se relacionam e influenciam as previsões de analistas; empírica, ao analisar estatisticamente os dados das companhias listadas no mercado acionário brasileiros; e metodológica, a partir do rigor metodológico com que foi conduzida a pesquisa e as diversas validações, comparações e refino dos construtos de mensuração.

Embora a revisão da literatura tenha mostrado que são crescentes os estudos que abordam as temáticas aqui endereçadas, a presente tese contribui ao analisar relações pouco estudadas em conjunto no contexto da economia brasileira ao longo de quase duas décadas. Essas temáticas necessitam ser mais exploradas e compreendidas, em particular, em contextos de economias emergentes, nos quais há aumento de investimentos daqueles que fogem da saturação de seus mercados de origem. Outro fator que justifica a investigação dos mercados emergentes é a desconfiança em relação a esse mercado por parte dos grandes investidores globais, em razão da influência fiscal, da volatilidade e da instabilidade do mercado de capitais e da precariedade dos padrões de governança corporativa (LOPES; WALKER, 2008).

Embora as temáticas aqui tratadas sejam importantes dentro do cenário acadêmico, poucos estudos empíricos foram realizados, particularmente aqueles que buscam correlacionar tais temáticas sob o enfoque das companhias que atuam em contextos de economias em desenvolvimento.

Esta pesquisa buscou, não somente correlacionar e estabelecer vínculos entre as temáticas, como também evidenciar o impacto da regulação econômica e do gerenciamento de impressão das narrativas contábeis sobre as previsões de analistas. Realizada a ponte entre as temáticas aqui abordadas e a mensuração do impacto entre as variáveis da pesquisa, foi alcançado o objetivo principal desta tese.

As evidências encontradas apresentam indícios que confirmam a tese da pesquisa segundo a qual a regulação econômica atua como forma de monitoramento dos gestores, reduzindo problemas de risco moral, portanto, inibindo práticas oportunistas, como é o caso do gerenciamento de impressão das narrativas contábeis (BAIOCO; ALMEIDA; RODRIGUES, 2014; HE; YANG, 2014; MASO; KANAGARETNAM; LOBO; TERZANI, 2018).

Diante de uma informação contábil menos exposta às práticas oportunistas, os analistas de investimentos são capazes de projetar expectativas mais realistas sobre o preço das ações, o que reduz o erro estimado das previsões do lucro por ação das companhias (BOCMARU, 2015; CABRAL; PAIN; SOUZA; BIANCHI, 2021).

Conjuntamente a esses resultados, também foram encontrados indícios de que o gerenciamento de impressão das narrativas contábeis atua como uma variável mediadora na relação entre a regulação econômica e as previsões de analistas, produzindo um efeito indireto entre essas duas variáveis, tratando-se de um novo conhecimento para a linha de pesquisa sobre o gerenciamento de impressão das narrativas contábeis, até então não explorado.

Contudo, também se constatou que a regulação econômica, por si só, não é capaz de reduzir o erro de previsões dos analistas, possivelmente porque modifica diversos outros fatores ao nível da empresa, do ambiente e da dinâmica dos mercados, que conjuntamente podem estar, positiva ou negativamente, associados às previsões de analistas, de modo que somados enfraquecem o efeito dos benefícios informacionais da regulação econômica sobre os erros de previsões dos analistas.

Esta tese traz contribuições metodológicas a partir do rigor com que foi conduzida a pesquisa e as diversas validações, comparações e refino dos construtos de mensuração. Inicialmente, foi realizado um intenso estudo bibliográfico o qual identificou as principais variáveis que constituíram o modelo. Este estudo exploratório subsidiou, além do modelo teórico, também o desenvolvimento do processo metodológico utilizado na pesquisa.

Por ser de natureza quantitativa, descritiva com corte transversal, esta pesquisa coletou diversas variáveis que foram relacionadas entre si e que forneceram evidências empíricas que contribuem para o conhecimento científico da área. Os construtos foram operacionalizados a partir da modelagem de equações estruturais, técnica estatística que permite realizar um teste da teoria de forma conjunta e simultânea, o que possibilita verificar o relacionamento entre diferentes teorias e construtos.

A amostra coletada foi submetida aos pressupostos necessários à aplicação da modelagem de equações estruturais. Foram realizados os testes de a) normalidade dos dados; b) detecção de *outliers*; c) independência das observações; e d) ausência de colinearidade. Após a etapa de tratamento dos dados, procederam-se então outras validações inerentes à técnica de equações estruturais, sendo então realizadas as validações convergentes e discriminantes as quais verificaram a confiabilidade e consistência interna.

Ressalta-se que o modelo testado nesta tese contempla três construtos interligados, os quais ora se comportam como variáveis independentes, ora como variáveis dependentes, havendo uma variável mediadora, o que caracteriza um modelo complexo (CHANG; WITTELOOSTUIJIN; EDEN, 2010). A complexidade do modelo é um fator relevante para analisar os índices de ajustamento da SEM (HAIR JR. *et al.*, 2009) de maneira que, embora, de modo geral, os índices de qualidade do modelo tenham se apresentado dentro dos parâmetros estipulados, deve-se levar em conta também a razoabilidade da pesquisa bem como a contribuição prestada ao campo de estudos (MULAİK *et al.*, 1989).

Esta pesquisa também se preocupou em analisar e reportar as limitações que impactaram no seu desenvolvimento e conclusões. Esta tese se apoia num estudo quantitativo o qual faz uso de dados provenientes de companhias listadas no mercado de capitais brasileiro, o que não permite fazer generalizações para outros países com economia, tamanho ou nível de desenvolvimento semelhante. Logo, os resultados e interpretações ficam sujeitos à escolha das *proxies* utilizadas, à amostra e ao período analisado.

Além disso, a escolha da *proxy* utilizada para a regulação econômica se deu pela presença ou ausência de fiscalização das companhias da amostra por órgãos reguladores nacionais, tais como autarquias ou agências reguladoras. Contudo,

acredita-se que o nível de *enforcement* que esses órgãos exercem nas companhias fiscalizadas pode variar.

Adicionalmente, o uso de amostragem probabilística teria aumentado o alcance dos resultados e, por conseguinte, das conclusões aqui apresentadas. No entanto, devido a dificuldades inerentes à coleta dos dados, visto que nem todas as empresas do mercado acionário brasileiro possuem informações referentes à previsão de resultados pelos analistas e que nem todas as companhias divulgaram os relatórios *earnings release*, devido a sua não obrigatoriedade, utilizou-se nesta tese uma amostra não probabilística por conveniência, o que não permite generalizações a partir dos achados da pesquisa. Não obstante, ressalta-se, ainda, que os resultados são robustos a testes relativos à composição da amostra e à operacionalização das variáveis de controle.

A partir das limitações apresentadas nesta pesquisa, sugere-se que outros estudos investiguem a regulação econômica por meio da construção de um índice que evidencie diferentes níveis de *enforcement* exercido pelos órgãos reguladores sobre as companhias. Outros estudos também podem expandir as conclusões aqui apresentadas para outros mercados de capitais, extrapolando a noção do monitoramento realizado pela regulação econômica, e analisando-se outras diferenças institucionais, jurídicas e normativas, entre países, e sua relação com o gerenciamento de impressão das narrativas contábeis e as previsões de analistas. Por fim, seria interessante o uso de amostragem probabilística por outras pesquisas, ao utilizarem bases de dados com informações de muitos países. Além disso, pesquisas futuras podem comparar dados de diferentes mercados emergentes com mercados desenvolvidos e incluir outras variáveis mediadoras.

REFERÊNCIAS

- ABARBANELL, Jeffery; LEHAVY, Reuven. Can stock recommendations predict earnings management and analysts' earnings forecast errors? **Journal of Accounting Research. Rochester**, 41 (1), p. 1-31. 2003.
- ADMATI, A. R.; PFLEIDERER, P. Forcing Firms to Talk: Financial Disclosure Regulation and Externalities. **Review of Financial Studies**, v. 13, n.3, p. 479-519, 1999.
- AGARWAL, A.; GUPTA, A.; KUMAR, A.; TAMILSELVAM, S.G. Learning Risk Culture of Banks Using News Analytics, **European Journal of Operational Research**, v. 277, n. 2, p.770-783, 2019.
- AGUIAR, M. O. **Sentiment analysis em relatórios da administração divulgados por firmas brasileiras**. 2012. 92 p. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) - Programa de Pós-Graduação em Administração, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, Vitória, 2012.
- ALCIATORE, Mimi; DEE, Carol C.; EASTON, Peter. Changes in environmental regulation and reporting: the case of the petroleum industry from 1989 to 1998. **Journal of Accounting and Public Policy**. v. 23, p. 295-304, 2004.
- ANDRADE, J. P.; LUCENA, W. G. L. Práticas de Gerenciamento de Impressões em empresas de capital aberto do setor elétrico brasileiro. **Cadernos de Contabilidade**, v. 21, p. 1-22, 2020.
- ARANTES, V. A.; GUSMÃO, I. B.; COSTA, M. C. Análise do Relatório de 'Guidance' em Empresas Investigadas pela Polícia Federal: Exame sob a Perspectiva do Gerenciamento de Impressões. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 13, n. 1, p. 1-13, 2019.
- ARENA, M.; CONTE, A.; MELACINI, M. Linking environmental accounting to reward systems: the case of the Environmental Profit and Loss Account. **Journal of Cleaner Production**, v. 108, p. 625-636, 2015.
- ARMSTRONG, C. S.; BALAKRISHNAN, K.; COHEN, D. Corporate governance and the information environment: Evidence from state antitakeover laws. **Journal of Accounting and Economics**, v. 53, n. 1-2, p.185-204, 2012.
- ARNOLD, Steven F. Asymptotic validity of F tests for the ordinary linear model and the multiple correlation model. **Journal of the American Statistical Association**, v. 75, n. 372, p. 890-894, 1980.
- ARROW, K.J. **Essays in the theory of risk-bearing**. 1970.
- ASHBAUGH, H.; PINCUS, M. Domestic Accounting Standards, International Accounting Standards, and the Predictability of Earnings. **Journal of Accounting Research**, v. 39, n. 3, p. 417-434, 2001.

ASQUITH, P.; MIKHAIL, M. B.; AU, A. S. Information content of equity analyst reports. **Journal of Financial Economics**, v. 75, n. 2, p. 245-282, 2005.

BAE, K. H.; TAN, H.; WELKER, M. International GAAP differences: The impact on foreign analysts. **The Accounting Review**, v. 83, n. 3, p. 593-628, 2008.

BAIOCO, V. G.; ALMEIDA, J. E. F.; RODRIGUES, A. Incentivos da regulação de mercados sobre o nível de suavização de resultados. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 24, n. 2, p. 110-136, 2014.

BARON, R.M.; KENNY, D. A. The moderator-mediator variable distinction in social psychology research: conceptual, strategic, and statistical considerations. **Journal of Personality and Social Psychology**, 1986.

BARRON, O. E.; KILE, C. O.; O'KEEFE, T. B. MD&A quality as measured by the SEC and analysts' earnings forecasts. **Contemporary Accounting Research**, v. 16, n. 1, p. 75-109, 1999.

BARTH, M. E.; LANDSMAN, W. R.; LANG, M. H. International accounting standards and accounting quality. **Journal of accounting research**, v. 46, n. 3, p. 467-498, 2008.

BARTON, J.; MERCER, M. To Blame or Not to Blame: Analysts Reactions to Explanations of Poor Management Performance. **Journal of Accounting and Economics**, v. 39, n. 3, p. 509-33, 2005.

BATES, T. W.; KAHLE, K. M.; STULZ, R. M. Why do US firms hold so much more cash than they used to? **The Journal of Finance**, v. 64, n. 5, p.1985-2021, 2009.

BEATTIE, V. Accounting narratives and the narrative turn in accounting research: issues, theory, methodology, methods and a research framework. **The British Accounting Review, Rochester**, v. 46, n. 2, p. 111-134, 2014.

BEHN, Bruce K.; CHOI, Jong-Hag; KANG, Tony. Audit quality and properties of analyst earnings forecasts. **The Accounting Review**, v. 83, n. 2, p. 327-349, 2008.

BEIRUTH, A. X. **Avaliação da utilização e precificação de modelos contábeis e de analistas no mercado brasileiro**. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012. DOI: 10.11606/D.12.2012.tde-05112012-174920.

BEIRUTH, A. X.; DE LIMA, G. A. S. F.; GALDI, F. C.; DE ALMEIDA, J. E. F. Comparação da acurácia de analistas com o modelo de OHLSON-JUETTNER (OJ) no mercado brasileiro. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, v. 19, n. 2, p. 79-92, 2014.

BELTRATTI, A.; STULZ, R. M. The credit crisis around the globe: why did some banks perform better? **Journal of Financial Economics**, v. 105, n. 1, p. 1-17, 2012.

BENTLER, P. M. Comparative Fit Indexes in Structural Models. **Psychological Bulletin**, v. 107, n. 2, p. 238-46, 1990.

BERLE, A.; MEANS, G. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan, 1932.

BHATTACHARYA, U.; DAOUK, H.; WELKER, M. The world price of earnings opacity. **The Accounting Review**, v. 78, n. 3, p. 641-678, 2003.

BOCMARU, G. **Impression and earnings management: a collaborative tool to mislead analysts**. Amsterdam: Faculty of Economics and Business, University of Amsterdam, 2015.

BOFF, L. H.; PROCIANOY, J. L.; HOPPEN, N. O Uso de informações por analistas de investimento na avaliação de empresas: À procura de padrões. **RAC. Revista de Administração Contemporânea**, v.10, n. 4, p. 169-19, 2006.

BOZEC, R., BOZEC, Y. The use of governance indexes in the governance performance relationship literature: international evidence. **Canadian Journal of Administrative Sciences**, v. 29, p.79, 2012.

BRADSHAW, M. T. Analyst information processing, financial regulation, and academic research. **The Accounting Review**, v. 84, n. 4, p.1073-1083, 2009.

BRENNAN, N. M.; D. M. MERKL-DAVIES. Accounting Narratives and Impression Management. **The Routledge Companion to Communication in Accounting**, p. 109–132, 2013.

BROWN, A. D. Politics, symbolic action and myth making in pursuit of legitimacy. **Organization Studies**, Berlin, v. 15, n. 6, p. 861-878, Nov. 1994.

BROWN, S. V.; TUCKER, J. W. Large-sample evidence on firms' year-over-year MD&A modifications. **Journal of Accounting Research**, v. 49, n. 2, p. 309-346, 2011.

BRÜHL R., KURY M. Rhetorical tactics to influence responsibility judgments: Account giving in banks presidents' letters during the financial market crisis. **International Journal of Business Communication**, v. 56, p. 299-325, 2016.

BYARD, D.; LI, Y.; WEINTROP, J. Corporate governance and the quality of financial analysts' information. **Journal of Accounting and Economics**, n. 25, p. 609-625, 2006.

BYRNE, Barbara M. Structural equation modeling with AMOS, EQS, and LISREL: Comparative approaches to testing for the factorial validity of a measuring instrument. **International Journal of Testing**, v. 1, n. 1, p. 55-86, 2001.

CABRAL, P. H. D.; PAIN, P.; SOUZA, R. B. L.; BIANCHI, M. Relação da previsão de analistas financeiros com o gerenciamento de impressão. *In*: USP INTERNATIONAL CONFERENCE IN ACCOUNTING, 21., 2021, São Paulo. **Anais [...]**. São Paulo: Fipecafi, 2021.

CAGLIO, A.; MELLONI, G.; PEREGO, P. Informational content and assurance of textual disclosures: evidence on integrated reporting. **European Accounting Review**, [S. I.], v. 29, n. 1, p. 55-83, 2020.

CAPPELLESSO, G., NIYAMA, J. K.; RODRIGUES, J. M. Influências da regulação na qualidade das informações contábeis no âmbito do mercado de capitais: um ensaio teórico. **Revista Universo Contábil**, v. 16, n. 2, p. 07-25, 2020.

CARRIGAN, C.; COGLIANESE, C. Capturing Regulatory Reality: Stigler's The Theory of Economic Regulation. **Law & Economics eJournal**, 2016.

CARVALHEIRO, M. O.; VICTOR, F. G.; LERNER, A. F.; GRANDO, R. M. Gerenciamento de Impressão nas Companhias Abertas Listadas na Brasil, Bolsa, Balcão [B]³: O Uso do Tom Anormal nos Relatórios de Administração. **Gestão e Desenvolvimento**, v. 18, n. 3, p. 184-211, 2021.

CASERIO, C.; PANARO, D.; TRUCCO, S. Management discussion and analysis: A tone analysis on US financial listed companies. **Management Decision**. v. 58, p. 510–525, 2019.

CASTRO, L. A.; PONTE, V. M. R.; COELHO, A. C. D.; OLIVEIRA, M. C. PADRÕES CONTÁBEIS E QUALIDADE INFORMACIONAL: EVIDÊNCIAS PARA O BRASIL. **Contabilidade Vista & Revista**, [S. I.], v. 26, n. 3, p. 124–145, 2016.

CEN, Z.; CAI, R. 'Impression management' in Chinese corporations: a study of chairperson's statements from the most and least profitable Chinese companies. **Asia Pacific Business Review**, v. 19, n. 4, p. 490-505, 2013.

CHANG, L. S.; MOST, K. S.; BRAIN, C. W. The Utility of Annual Reports: An International Study. **Journal of International Business Studies**, v.14, n. 1, p. 63-84, 1983.

CHANG, S.-J.; VAN WITTELOOSTUIJN, A.; EDEN, L. From the editors: Common method variance in international business research. **Journal of International Business Studies**, v. 41, n. 2, p. 178-184, 2010.

CHANG, Sea-Jin; RHEE, Jay Hyuk. Rapid FDI expansion and firm performance. **Journal of International Business Studies**, v. 42, p. 979-994, 2011.

CHEN, C. J. P.; CHEN, S.; SU, X. Profitability regulation, earnings management, and modified audit opinions: Evidence from China. **Auditing: A Journal of Practice & Theory**, v. 20, n. 2, p. 9–30, 2001.

CHEN, S.; MIAO, B.; SHEVLIN, T. A new measure of disclosure quality: The level of disaggregation of accounting data in annual reports. **Journal of Accounting Research**, v. 53, n. 5, p. 1017-1054, 2015.

CHEN, T.; XIE, L.; ZHANG, Y. How does analysts' forecast quality relate to corporate investment efficiency? **Journal of Corporate Finance**, v. 43, p. 217–240, 2017.

CHEN, Z.; KE, B.; YANG, Z. Minority shareholders' control rights and the quality of corporate decisions in weak investor protection countries: A natural experiment from China. **The Accounting Review**, v.88, n. 4, p.1211-1238, 2013.

CHO, C. H.; ROBERTS, R. W.; PATTEN, D. M. The language of US corporation environmental disclosure. **Accounting, Organizations and Society**, v. 35, n. 4, p. 431-443, 2010.

CHOI, J.H.; WONG, T.J. Auditors' Governance Functions and Legal Environments: An International Investigation. **Contemporary Accounting Research**, v. 24, p. 13-46. 2007.

CLARKSON, M. **A risk based model of stakeholder theory**. Proceedings of the Second Toronto Conference on Stakeholder Theory. Toronto: Centre for Corporate Social Performance & Ethics, University of Toronto, 1994.

CLARKSON, P.; KAO, J.; RICHARDSON, G. The voluntary inclusion of forecasts in the MD&A section of annual reports. **Contemporary Accounting Research**, v. 11, n. 1, p. 42350, 1999.

CLATWORTHY, M. A.; JONES, M. J. Financial reporting of good news and bad news: evidence from accounting narratives. **Accounting and Business Research**, v. 33, n. 3, p. 171-185, 2003.

CLATWORTHY, M. A.; JONES, M. J. Differential patterns of textual characteristics and company performance in the chairman's statement. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 19, n. 4, p. 493-511, 2006.

COASE, R. The nature of the firm. **Economica**, v. 4, n. 16, p. 386-405, 1937.

COASE, R. The problem of social coast. **The Journal of Law and Economics**, v. 3, p. 1-44, 1960.

COELHO, A. C. D.; LOPES, A. B. Avaliação da prática de gerenciamento de resultados na apuração de lucro por companhias abertas brasileiras conforme seu grau de alavancagem financeira. **Revista de Administração Contemporânea**, São Paulo, v. 11, edição especial 2, p. 121-144, 2007.

COFFEE, J. C. Law and the market: The impact of enforcement. **University of Pennsylvania Law Review**, 156, p. 229-311, 2007.

COOPER, Robert G. The New Prod system: The industry experience. **Journal of Product Innovation Management**, v. 9, n. 2, p. 113-127, 1992.

COSTA, Cristiano M.; PAZ, Lourenço Senne; FUNCHAL, Bruno. Fluxo de caixa, ADRs e restrições de crédito no Brasil. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 5, n. 2, p. 144- 151, 2008.

COSTA, Sidney. **O impacto conjunto do empreendedorismo e das redes interorganizacionais sobre o desenvolvimento de inovações globais: evidências de subsidiárias estrangeiras operando no país**. 2016. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

COURTIS, J. K. Corporate report obfuscation: artifact or phenomenon?. **The British Accounting Review**, v. 36, n. 3, p. 291-312, 2004.

DALMÁCIO, F. Z.; LOPES, A. B.; REZENDE, A. J.; SARLO NETO, A. Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. **Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, v. 14, n. 5, p. 104-139, Sept./Oct. 2013.

DAU, L. A. Learning across geographic space: Pro-market reforms, multinationalization strategy, and profitability. **Journal of International Business Studies**, v. 44, n. 3, 235-262, 2013.

DAVIDSON, R., GOODWIN-STEWART, J.; KENT, P. Internal Governance Structures and Earnings Management, **Accounting and Finance**, v. 45, n. 2, p. 241-67, 2005.

DAVIS, A. K.; GE, W.; MATSUMOTO, D.; ZHANG, J. L. The effect of manager-specific optimism on the tone of earnings conference calls. **Social Science Research Network**, Rochester, 2014.

DAVIS, A. K.; PIGER, J. M.; SEDOR, L. M. Beyond the numbers: measuring the information content of earning press release language. **Contemporary Accounting Research**, v. 29, n. 3, p. 845-868, 2012.

DAVIS, A. K.; TAMA-SWEET, I. Managers' use of language across alternative disclosure outlets: Earnings press releases versus MD&A. **Contemporary Accounting Research**, v. 29, n. 3, p. 804-83, 2012.

DECHOW, P. M.; GE, W.; SCHRAND, C. Earnings quality. **Research Foundation of CFA Institute**, 2004.

DEMERS, E. A.; VEGA, C. Linguistic tone in earnings press releases: News or Noise? **Social Science Research Network**, Rochester, May 2011.

DI PIETRA, R.; GEBHARDT, G.; MCLEAY, S.; RONEN, J. Special issue in governance and accounting regulation. **Journal of Management & Governance**, v. 18, n. 3, p. 675-681, 2014.

DONOVAN, J., J.; JENNINGS, K.; KOHARKI, J.; LEE, J. Measuring credit risk using qualitative disclosure. **Review of Accounting Studies**, v. 26, p. 815-63, 2021.

DRIVER, M. J.; MOCK, T. J. Human Information Processing, Decision Style Theory, and Accounting Information Systems. **The Accounting Review**, v. 50, n. 3, p. 490-508, 1975.

EID J.; ROCHMAN, R. R. Fundos de investimentos ativos e passivos no Brasil: comparando e determinando os seus desempenhos. *In*: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 30., 2006, Salvador. **Anais [...]** Rio de Janeiro: ANPAD, 2006.

EINHORN, E. The Nature of the interaction between mandatory and voluntary disclosures. **Journal of Accounting Research**, v. 43, n. 4, 2005.

EPSTEIN, M. J.; FREEDMAN, M. Social disclosure and the individual investor. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v.7, n. 4, p. 94-109, 1994.

ERNSTBERGER, Jürgen; KROTTER, Simon; STADLER, Christian. Analysts' forecast accuracy in Germany: The effect of different accounting principles and changes of accounting principles. **Business Research**, v. 1, p. 26-53, 2008.

ESTETER, B.; PEDREIRA, B. E.; BARROS, L. A. B. C. Análise dos erros de previsão em empresas de capital aberto para os mercados de Argentina, Brasil, Chile e México entre os anos de 2003 a 2009. II Congresso Nacional de Administração e Ciências Contábeis, Rio de Janeiro, **Anais [...]** Rio de Janeiro, RJ, Brasil, 2011.

FAUSTINO, C. C. R. **O impacto das notícias no mercado financeiro brasileiro**. 2013. 72 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Escola de Economia, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2013.

FELDMAN, R.; GOVINDARAJ, S.; LIVNAT, J.; SEGAL, B. Management's tone change, post earnings announcement drift and accruals. **Review of Accounting Studies**, v. 15, n. 4, 915-953, 2010.

FERREIRA, F. R. FIOROT, D. C.; MOTOKI, F. Y. S.; MOREIRA, N. C Evidenciação voluntária: análise empírica sobre o tom usado em audioconferências. **RAE-Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 59, n. 4, p. 271-283, jul./ago. 2019.

FERREIRA, Marília Paranaíba. **Análise da retenção de caixa e alavancagem financeira como recursos complementares ou substitutos nas empresas brasileiras de capital aberto**. 2018. 86 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas, Universidade Federal de Goiás, Goiânia, 2018.

FERREIRA, Talieh Shaikhzadeh Vahdat; MARTINS, Orleans Silva. Estrutura de propriedade e controle e desempenho corporativo nos principais mercados de capitais da América Latina. **Revista de Administração, Contabilidade e Sustentabilidade**, Campina Grande, v. 6, n. 3, p. 1-19, set./dez. 2016.

FISCHER, P. E.; STOCKER, P. C. Analyst information acquisition and communication. **The Accounting Review**, v. 85, n. 6, p. 1985-2009, 2010.

FRANKEL, Richard; JENNINGS, Jared; LEE, Joshua. Disclosure sentiment: Machine learning vs. dictionary methods. **Management Science**, v. 68, n. 7, p. 5514-5532, 2022.

GATSIOS, R. C. **Reavaliação da superioridade dos analistas na previsão de resultado futuro das empresas brasileiras de capital aberto**. 2018. 192 p. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2018.

GATSIOS, R. C., LIMA, F. G.; ASSAF NETO. Viés de previsão das estimativas dos analistas de mercado em um país emergente: Impacto da adoção do padrão IFRS no Brasil. **Anais [...]** Encontro Brasileiro de Finanças, Recife, PE, Brasil, 16, 2016.

GATSIOS, R. C.; LIMA, F. G. Forecast Bias of Estimates of Market Analysts in the Brazilian Capital Market: Impact of the IFRS Adoption. **Business and Management Review**, v. 3, n. 11, p. 1–6, 2014.

GATSIOS, Rafael Confetti. **Acurácia e dispersão das estimativas dos analistas no mercado de capitais brasileiro: Impacto da adoção do padrão IFRS sobre a qualidade preditiva da informação contábil**. 2013. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

GIACALONE, R. A.; ROSENFELD, P. (ed.). **Impression Management in the Organization**. Psychology Press, 2013.

GIRÃO, L.F.A.P. **Competição por informações, ciclo de vida e custo do capital no Brasil**. 2016. Tese de Doutorado Programa Multinstitucional e Inter-Regional de Pós Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília, da Universidade Federal da Paraíba e da Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Brasília, DF, Brasil.

GLAUM, Martin et al. Introduction of international accounting standards, disclosure quality and accuracy of analysts' earnings forecasts. **European Accounting Review**, [S. l.], v. 22, n. 1, p. 79-116, Mar. 2013.

GODFREY, J.; MATHER, P.; RAMSAY, A. Earnings and impression management in financial reports: The case of CEO changes. **Abacus**, v. 39, n. 1, p. 95–123, 2003.

GOFFMAN, E. **The presentation of self in everyday life**. Garden City: Doubleday, 1959.

GU, Z.; WU, J. Earnings skewness and analyst forecast bias. **Journal of Accounting and Economics**. Rochester, v. 35, n. 1, p. 5-29. 2003.

GUAY, W.; SAMUELS, D.; TAYLOR, D. Guiding through the fog: financial statement complexity and voluntary disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 62, n. 2, p. 234-269, 2016.

GUNNINGHAM, N.; GRABOSKY, P.; SINCLAIR, D. **Smart regulation: designing environmental policy**. New York: Oxford University Press Inc., 1998.

HAIR JR., J.F.; WILLIAM, B.; BABIN, B.; ANDERSON, R.E. **Análise multivariada de dados**. 6. ed. Porto Alegre: Bookman, 2009.

HAIR, J. F., JR.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L.; BLACK, W. C. **Multivariate data analysis (5th ed.)**. Boston, MA: Pearson Education Inc. 1998.

HAIR, J. F.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L.; BLACK, W. C. **Análise Multivariada de Dados**. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HAIR, J.; HULT, T.; RINGLE, C.; SARSTEDT, M. **A Primer on Partial Least Squares Structural Equation Modeling (PLS-SEM)**. Thousand Oaks, CA: Sage Publications Inc, 2014.

HALES, J.; KUANG, X. I.; VENKATARAMAN, S. Who believes the hype? An experimental examination of how language affects investor judgments. **Journal of Accounting Research**, v. 49, n. 1, p. 223-255, 2011.

HALL, P. M. A symbolic interactionist analysis of politics. **Sociological Inquiry**, v. 42, n. 3-4, p. 35-75, 1972.

HALLGREN, A.; JOHANSSON, J. **Determinants of disclosure quality: a study of environmental liabilities disclosures**. 2016. 41 p. Master Degree Project (Master in Accounting) - School of Business, Economics and Law, University of Gothenburg, Gothenburg, Sweden, 2016.

HE, L.; YANG, R. Does industry regulation matter? New evidence on audit committees and earnings management. **Journal of Business Ethics**, v. 123, n. 4, p. 573-589, 2014.

HEALY, P.M.; WAHLEN, J.M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting Horizons**, v.13, n.4, p.365-383,1999.

HENRY, E. Are investors influenced by how earnings press releases are written? **The Journal of Business Communication**, v. 45, n. 4, p. 363-407, Oct. 2008.

HOLANDA, Allan Pinheiro; COELHO, Antonio Carlos Dias. Regulação econômica e decisão de investimento: evidências no Brasil. **REUNIR Revista de Administração Contabilidade e Sustentabilidade**, v. 10, n. 3, p. 27-36, 2020.

HOLDER-WEBB, L.; COHEN, J.R. The Association between Disclosure, Distress, and Failure. **Journal of Business Ethics**, v. 75, p. 301-314, 2007.

HOLDER-WEBB, Lori; COHEN, Jaffrey R. The association between disclosure, distress, and failure. **Journal of Business Ethics**, v. 75, p. 301-314, 2007.

HOLLAND, Leigh; FOO, Yee Boon. Differences in environmental reporting practices in the UK and the US: the legal and regulatory context. **The British Accounting Review**, v. 35, n. 1, p. 1-18, 2003.

HOPE, O. Analyst following and the influence of disclosure components, IPOs and ownership concentration. **Asia-Pacific Journal of Accounting & Economic**, v. 10, n. 2, p. 117-141, 2003.

HRAZDIL, K.; NOVAK, J.; ROGO, R.; WIEDMAN, C.; ZHANG, R. Measuring executive personality using machine-learning algorithms: A new approach and audit fee-based validation tests. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 47, n. 3-4, p. 519-544, 2020.

HRAZDIL, Karel; LI, Xin; SUWANYANGYUAN, Nattavut. CEO happiness and forecasting. **Global Finance Journal**, v. 52, p. 100713, 2022.

HUANG, Wei; BOATENG, Agyenim. On the value relevance of analyst opinions and institutional shareholdings in China. **International Journal of Accounting and Information Management**, v. 24, n. 3, p. 206-225, 2016.

HUANG, X.; TEOH, S. H.; ZHANG, Y. Tone Management. **The Accounting Review**, Florida, v. 89, n. 3, p. 1083-1113, May 2014.

HUTTON, A. P.; STOCKEN, P. C. Prior Forecasting Accuracy and Investor Reaction to Management Earnings Forecasts. **Working paper**, Boston College and Dartmouth College, 2009.

IMPINK, J., PAANANEN, M.; RENDERS, A. Regulation-induced Disclosures: Evidence of Information Overload?, **Abacus**, v. 58, n. 3, p. 432-78, 2022.

JACKSON, H. E.; ROE, M. J. Public and private enforcement of securities laws: Resource-based evidence. **Journal of Financial Economics**, v.93, n. 2, p. 207-238, 2009.

JAGGI, Bikki; LOW, Pek Yee. Impact of culture, market forces, and legal system on financial disclosures. **The international journal of accounting**, v. 35, n. 4, p. 495-519, 2000.

JAIN, Naveen Kumar; CELO, Sokol; KUMAR, Vikas. Internationalization speed, resources and performance: Evidence from Indian software industry. **Journal of Business Research**, v. 95, p. 26-37, 2019.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, Oct. 1976.

KAIZER, C. V. C.; NOSSA, S. N.; TEIXEIRA, A. J. C; BAPTISTA, E. C. S; NOSSA, V. O Impacto da Regulamentação Contábil sobre o Conservadorismo nas Empresas do Setor Elétrico do Brasil. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)**, Brasília, v. 3, n. 1, p. 1–24, 25, 2008.

KARAMANOU, I. Value relevance of analyst earnings forecasts in emerging markets. **Advances in Accounting**, v.28, n. 1, p. 128-137, 2012.

KESSLER, M. R. **A regulação econômica no setor elétrico brasileiro: teorias e evidências**. Porto Alegre. 2006. 170 p. Dissertação Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

KHANNA, Tarun; PALEPU, Krishna G.; SRINIVASAN, Suraj. Disclosure practices of foreign companies interacting with US markets. **Journal of accounting research**, v. 42, n. 2, p. 475-508, 2004.

KLEIN, A. Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management, **Journal of Accounting & Economics**, v. 33, n. 3, p. 375-400, 2002.

KLINE, Rex B. Software review: Software programs for structural equation modeling: Amos, EQS, and LISREL. **Journal of Psychoeducational Assessment**, v. 16, n. 4, p. 343-364, 1998.

LA PORTA, Rafael et al. Investor protection and corporate valuation. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 3, p. 1147-1170, 2002.

- LA PORTA, Rafael; LOPES-DE-SILANES, Florencio S; SHLEIFER, Andrei. Corporate ownership around the world. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.
- LAI, A.; MELLONI, G.; STACCHEZZINI, R. Corporate sustainable development: is "Integrated Reporting" a legitimation strategy? **Business Strategy and the Environment**, v. 25, n. 3, p. 165-177, 2016.
- LAMBERT, R.; LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. E. Accounting information, disclosure, and the cost of capital. **Journal of Accounting Research**, v.45, n.2, p. 385-420, 2007.
- LANG, M.; LUNDHOLM, R. Corporate Disclosure Policy and Analysts Behaviour. **The Accounting Review**, v. 71, p. 467-492, 1996.
- LANG, M. H.; LINS, K. V.; MILLER, D. P. ADRs, analysts, and accuracy: Does cross listing in the United States improve a firm's information environment and increase market value?. **Journal of Accounting Research**, v. 41, n. 2, p. 317-345, 2003.
- LANG, M.; LUNDHOLM, R. Corporate disclosure policy and analyst behavior. **The Accounting Review**, v. 71, n. 4, p. 467-492, Oct. 1996.
- LANG, M.; STICE-LAWRENCE, L. Textual analysis and international financial reporting: large sample evidence. **Journal of Accounting and Economics**, v. 60, n. 2, p. 110-135, Nov./Dec. 2015.
- LANGBEIN, L.; KNACK, S. The world wide governance indicators: six, one, or none?. **The Journal of Development Studies**, v. 46, n. 2, p. 350-370, 2010.
- LARRINAGA, C.; CARRASCO, F.; CORREA, C.; LLENA, F., MONEVA, J. M. Accountability and accounting regulation: the case of the Spanish environmental disclosure standard. **The European Accounting Review**, v. 11, n. 4, p. 723-740, 2002.
- LEARY, Mark R.; KOWALSKI, Robin M. Impression management: A literature review and two-component model. **Psychological bulletin**, v. 107, n. 1, p. 34, 1990.
- LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. E. The economic consequences of increased disclosure. **Journal of Accounting Research**, v. 38, Suppl., p. 91-124, 2000.
- LEVITT, A. The importance of high quality accounting standards. **Accounting Horizons**, v.12, n. 1, p. 79, 1998.
- LEWIN, S.; REEVES, S. Enacting 'team' and 'teamwork': using Goffman's theory of impression management to illuminate interprofessional practice on hospital wards. **Social Science & Medicine**, v. 72, n. 10, p. 1595-1602, 2011.
- LI, F. Annual report readability, current earnings, and earnings persistence. **Journal of Accounting and Economics**, v. 45, n. 2-3, p. 221-247, 2008.

- LI, F. The Information Content of Forward-Looking Statements in Corporate Filings – A Naïve Bayesian Machine Learning Approach. **Journal of Accounting Research**, v. 48, 2010.
- LI, Tao; ZHANG, Yi; SINDHWANI, Vikas. A non-negative matrix tri-factorization approach to sentiment classification with lexical prior knowledge. *In: Proceedings of the Joint Conference of the 47th Annual Meeting of the ACL and the 4th International Joint Conference on Natural Language Processing of the AFNLP*. 2009
- LIMA JR., M. P. Aprendizado, complexidade da carteira e assimetria informacional nas previsões de analistas sell-side. **BBR – Brazilian Business Review**, v. 14, n 2, p. 133-159, 2017.
- LIMA, M. P.; ALMEIDA, V. S. Os analistas sell-side fazem boas previsões de preços-alvo no Brasil?. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 13, n. 3, p. 365-393, 2015.
- LIMA, G. A. S. F. **A relação do acompanhando dos analistas com características de valuation das empresas brasileiras**. 2013. 114 f. Tese (Livre-Docência em Ciências Contábeis) – Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.
- LIU, S.; WANG, K.T; WU, Y. Corporate Governance Reforms and Analyst Forecasts: International Evidence. **Abacus**, v. 52, n. 3, p. 568-609, 2023.
- LOPES, A. B. **A informação contábil e o mercado de capitais**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.
- LOPES, A. B.; LOSS, L. O impacto da regulamentação sobre a relação lucro e retorno das ações das empresas dos setores elétricos e financeiros no Brasil. *In: ENANPAD 2002*, 26. **Anais [...]**. Salvador, 2002.
- LOPES, A. B.; WALKER, M. **Firm-Level Incentives and the Informativeness of Accounting Reports: an Experiment in Brazil**, 2008.
- LOREK, K. S.,; PAGACH, D. P. Analysts versus Time-Series Forecasts of Quarterly Earnings: A Maintained Hypothesis Revisited. **Social Science Research Network**, 2406013, 2014.
- LOUGHRAN, T.; MCDONALD, B. When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-Ks. **The Journal of Finance**, New York, v. 66, n. 1, p. 35-65, Feb. 2011.
- LOUGHRAN, T; MCDONALD, B. Measuring readability in financial disclosures. **Journal of Finance**, v. 69, p.1643–1671, 2014.
- MACHADO, M. A. V.; SILVA, M. D. O; P. Análise do sentimento textual dos relatórios de desempenho trimestral das indústrias brasileiras. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, Rio de Janeiro, v. 12, n. 1, p. 6-25, 2017.

MARÔCO, João. Análise de equações estruturais: Fundamentos teóricos, software & aplicações. **Report Number**, 2014.

MARQUES NETO, F. P. de A. Nova regulação dos serviços públicos. *Revista de Direito Administrativo*, v. 228, p. 13–30, 2002.

MARTINEZ, A. L. **Analisando os analistas: estudo empírico das projeções de lucros e das recomendações dos analistas de mercado de capitais para as empresas brasileiras de capital aberto**. 2004. 250 p. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) – Escola de Administração de Empresas, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2004.

MARTINEZ, A. L. Cobertura de analistas, erros de previsão e earnings management no Brasil. *In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO*, 33., 2009, São Paulo. **Anais [...]**. São Paulo: Anpad, 2009.

MARTINEZ, A. L. Como o mercado de capitais brasileiro reage a surpresa nos lucros?. **REAd – Revista Eletrônica de Administração**, v.12, n. 3, p.1-23, 2006.

MARTINEZ, A. L. Otimismo e viés de seleção dos analistas. **BBR – Brazilian Business Review**, v. 4, n. 2, p.104-118, 2007.

MARTINEZ, A. L.; DUMER, M. C. R. Listagens em Segmentos Especiais de Governança Corporativa e a Acurácia das Previsões de Lucros dos Analistas de Mercado no Brasil. **Revista de Informação Contábil (UFPE)**, v. 8, n.3, p. 51, 2014.

MARTINEZ, A. L. Determinantes da Acurácia das Previsões dos Analistas do Mercado de Capitais. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 10, n. 2, p. 69-96, 2008.

MARTINEZ, Antonio Lopo; SALIM, Jean Jacques. Analisando as previsões de resultados contábeis dos analistas de empresas brasileiras. *In: IV Encontro Brasileiro de Finanças*, 2004.

MARTINS, G. D. A.; THEÓPHILO, Carlos Renato. **Metodologia da investigação científica**. São Paulo: Atlas, p. 143-164, 2009.

MARTINS, O. S., BARROS, L. A. B. de C. Firm Informativeness, Information Environment, and Accounting Quality in Emerging Countries. **The International Journal of Accounting**, v. 56, n. 1, 1-50, 2021.

MASO, L. D.; KANAGARETNAM, K.; LOBO, G. J.; TERZANI, S. The influence of accounting enforcement on earnings quality of banks: Implications of bank regulation and the global financial crisis. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 37, n. 5, p. 402-419, 2018.

MAUNDERS, K.; BURRITT, R.L. Accounting and Ecological Crisis. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, 4, 1991.

MCWILLIAMS, A.; SIEGEL, D. S.; WRIGHT, P. M. Corporate social responsibility: Strategic implications. **Journal of Management Studies**, v.43, n. 1, p.1-18, 2006.

MENDONÇA, J. R. C. **O gerenciamento de impressões como meio de influência nas organizações: uma perspectiva dramática.** 2004. 213 p. Tese (Doutorado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2004.

MENDONÇA, J. R. C.; VIEIRA, M. M. F.; ESPIRITO SANTO, T. M. V. Gerenciamento de impressões, comunicações e ações simbólicas como elementos facilitadores na gestão de processos de mudança organizacional. *In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO*, 23., 1999, Foz do Iguaçu. **Anais [...]**. Foz do Iguaçu: Anpad, 1999.

MERKL-DAVIES, D. M.; BRENNAN, N. M. Discretionary disclosure strategies in corporate narratives: incremental information or impression management? **Journal of Accounting Literature**, v. 26, p. 116-196, Dec. 2007.

MERKL-DAVIES, D. M.; BRENNAN, N. M.; MCLEAY, S. J. Impression management and retrospective sense-making in corporate narratives: a social psychology perspective. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, v. 24, n. 3, p. 315-344, March 2010.

MIKHAIL, Michael B.; WALTHER, Beverly R.; WILLIS, Richard H. Do security analysts improve their performance with experience?. **Journal of Accounting Research**, v. 35, p. 131-157, 1997.

MOHAMED, A. A.; GARDNER, W. L.; PAOLILLO, J. G. H. A taxonomy of organizational impression management tactics. **Advances in Competitiveness Research**, Indiana, v. 7, n. 1, p. 108-130, 1999.

MORENO SANDOVAL, ANTONIO; GISBERT, ANA; HAYA, PABLO; GUERRERO NIETO, MARTA; MONTORO ZAMORANO, HELENA. **Tone Analysis in Spanish Financial Reporting Narratives**, 2019.

MORLEY, J. D.; ROMANO, R. The Future of Financial Regulation. **Yale Law & Economics Research Paper**. 386, 2009.

MULAİK, S. A. Toward a conception of causality applicable to experimentation and causal modeling. **Child Development**. 58,18-32,1987.

MURCIA, F. D. **Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário de companhias abertas no Brasil.** 2009. 181 p. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

NEU, D. Trust, impression management and the public accounting profession. **Critical Perspectives on Accounting**, Amsterdam, v. 2, n. 3, p. 295-313, 1991.

NEUMAN, W.L. **Social Research Methods Qualitative and Quantitative Approaches**. 3rd Edition, Allyn and Bacon, Boston, 1997.

NEVES, A. B. **Modelo de Equações Estruturais: uma introdução aplicada.** Brasília: ENAP, 2018.

NYQUIST, S. The legislation of environmental disclosure in three nordic contries – a comparison. **Business Strategy and the Environment**, v. 12, p. 12-25, 2003.

OLIVEIRA, A. S.; GIRÃO, L. F. A. P. Acurácia na Previsão de Lucros e os Estágios do Ciclo de Vida Organizacional: Evidências no Mercado Brasileiro de Capitais. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)**, 12(1). 2018.

OLIVEIRA, T. E.; COELHO, A. C. Padrão contábil orientado para mercado de capitais e desempenho de analistas de mercado: evidências no Brasil. *In*: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 16., 2016, São Paulo. **Anais [...]**. São Paulo: FEA/USP, 2016. p. 1-22.

OSMA, B. G.; GUILLAMÓN-SAORÍN, E. Corporate governance and impression management in annual results press releases. **Accounting, Organizations and Society**, v. 36, n. 4, p. 187-208, 2011.

PARENTE, Virgínia. **A teoria na prática é outra: O desafio das agências reguladoras**. Instituto Acende Brasil Energia, Energia #2, mai. 2007.

PEASNELL, K. V.; POPE, P. F.; YOUNG, S. Accrual Management to Meet Earnings Targets: UK Evidence Pre- and Post-Cadbury, **The British Accounting Review**, v. 32, n. 4, 2000.

PATELLI, L.; PEDRINI, M. Is the optimism in CEO's letters to shareholders sincere? Impression management versus communicative action during the economic crisis. **Journal of Business Ethics**, v.1, n.10, p.1-16, 2014.

PAULO, E.; LIMA, G., A. S. F.; LIMA, I. S. A influência dos analistas financeiros sobre o gerenciamento de resultados das companhias abertas brasileiras. *In*: CONGRESSO USP, 6, 2006, São Paulo. **Anais [...]**. São Paulo: FEA/USP, 2006

PEIXOTO, Emanuelle. MARTINS, Orleans. Value relevance of accounting and analysts' forecasts: does the emerging country's information environment matter?. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, Florianópolis, v. 18, n. 49, p. 162-177, out./dez., 2021.

PENGNATE, Supavich; LEHMBERG, Derek G.; TANGPONG, Chanchai. Top management's communication in economic crisis and the firm's subsequent performance: sentiment analysis approach. **Corporate Communications: An international Journal**, v. 25, n. 2, p. 187-205, 2020.

PESSOTTI, T. **Impacto da convergência às normas internacionais de contabilidade sobre a acurácia dos analistas do mercado de capitais brasileiro**, 2012. 250f. Dissertação de Mestrado Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, 2012.

POHLMANN, M. C.; ALVES, F. J. S. Regulamentação. *In*: **IUDÍCIBUS, S.; LOPES, A. B. (org.)**. Teoria Avançada da Contabilidade: São Paulo: Atlas, 2008.

POSNER, R. A. Theories of Economic Regulation. **The Bell Journal of Economics and Management Science**, v.5, v. 2, p. 335-358, 1974.

POWER, Michael. Auditing and environmental expertise: between protest and professionalisation. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, v. 4, n. 3, 1991.

PRAKASH, P.; RAPPAPORT, A. Information inductance and its significance for accounting. **Accounting, Organizations and Society**, v. 2, n. 1, p. 29-38, 1977.

RAMANATHAN, K. V. Toward a theory of corporate social accounting. **The Accounting Review**, v. 51, n. 3, p. 516-528, 1976.

REPETTO, R.; MACSKIMMING, A.; ISUNZA, G. C. Environmental disclosure requirements in the securities regulations and financial accounting standards of Canada, Mexico and the United States. **Commission for Environmental Cooperation**, 2002.

RIBEIRO, A. M.; BELLEN, H. M. V.; CARVALHO, L. N. G. D. Regulamentar faz diferença? O caso da evidenciação ambiental. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 22, n. 56, p. 137-154, 2011.

RIBEIRO, A. M.; CARMO, C. H. S.; CARVALHO, L. N. G. Evidenciação ambiental: regulamentar é a solução para falta de comparabilidade e objetividade? **Revista de Contabilidade e Organizações**, Ribeirão Preto, v.7, n.17, p. 6-21, 2013.

RICHARDSON, Scott Anthony; TEOH, Siew Hong; WYSOCKI, Peter D. Tracking Analysts' Forecasts Over the Annual Earnings Horizon: Are Analysts' Forecasts Optimistic or Pessimistic?. **Social Science Research Network**, 1999.

ROGERS, R. K.; GRANT, J. Content analysis of information cited in reports of sell-side financial analysts. **Journal of Financial Statement Analysis**, v.3, n.1, p. 17-30, 1997.

ROSS, P. S. **Management accounting and reporting system for International Development Research Centre**, IDRC: Ottawa, 1973.

ROVER, S. **Disclosure Socioambiental e custo de capital próprio de companhias abertas no Brasil**. 2013. 193 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

RUTHERFORD, B. A. Obfuscation, textual complexity and the role of regulated narrative accounting disclosure in corporate governance. **Journal of Management and Governance**, v.7, p.187-210, 2003.

SAITO, R.; VILLALOBOS, S. J. S.; BENETTI, C. Qualidade das projeções dos analistas sell-side: evidência empírica do mercado brasileiro. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 43, n. 4, p. 356-369, out./dez. 2008.

SALVIAN, Mayara. **Multicolinearidade**. Universidade de São Paulo, Piracicaba: 2016.

SANTIAGO-CASTRO, Marisela; BROWN, Cynthia J. Ownership structure and minority rights: A Latin American view. **Journal of Economics and Business**, Elsevier, v. 59, n. 5, p. 430-442, 2007.

SANTOS, E. S.; SCHIOZER, R. F.; PONTE, V. M. R. Disclosure under IFRS: Does the legal origin disclosure gap persist for cross-listed firms?. **Working Paper**, 2019.

SANTOS, E. S.; SILVA, F. A. M. da; SHENG, H. H.; LORA, M. I. COMPLIANCE WITH IFRS REQUIRED DISCLOSURE AND ANALYSTS' FORECAST ERRORS: EVIDENCE FROM BRAZIL. **Contabilidade Vista & Revista**, [S. l.], v. 29, n. 1, p. 77-100, 2018.

SARLO NETO; A. O impacto da regulamentação sobre a relação entre lucro e retorno das ações das empresas dos setores elétrico e financeiro no Brasil. *In*: ENANPAD 2002, 26. **Anais [...]**, Salvador, 2002.

SCHICK, A. G.; GORDON, L. A.; HAKA, S.. Information Overload: A Temporal Approach, **Accounting, Organizations and Society**, v. 15, n. 3, p. 199-220, 1990.

SCOTT, G. Helping Hand or Grabbing Hand? State Bureaucracy and Privatization Effectiveness. **Social Science Research Network**, Rochester, 2009.

SEVERINO, M. R.S.; DE CARVALHO, I. L. O papel das agências reguladoras sobre a realização dos serviços públicos por particulares frente ao estado regulador. **Revista Digital Constituição e Garantia de Direitos**, [S. l.], v. 10, n. 1, p. 52-74, 2018.

SIERRA-GARCÍA, L.; GAMBETTA, N.; GARCÍA-BENAU, M. A.; ORTA-PÉREZ, M. Understanding the determinants of the magnitude of entity-level risk and account-level risk key audit matters: The case of the United Kingdom. **The British Accounting Review**, v. 51, n. 3, p. 227-240, 2019.

SILVA, A. C. D.; COELHO, A. C.; LOPES, A. B.; ALMEIDA, J. E. F. Qualidade informacional dos lucros das firmas monitoradas por agências reguladoras no Brasil. *In* CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 9., 2009, São Paulo. **Anais [...]** São Paulo: USP, 2009.

SILVA, T.; SLEWINSKI, E.; SANCHES, S. L.; MORAES, R. Teoria da Divulgação na Perspectiva da Economia da Informação: Possibilidade de Novos Estudos? *In*: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 15, 2015. São Paulo. **Anais [...]** USP: São Paulo, 2015.

SILVA, V. M. **Gerenciamento de impressão e qualidade das informações contábeis: análise das empresas listadas na B3**. 2020. 66 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade Federal da Paraíba, João Pessoa, 2020.

SKILLIUS, A.; WENNERBERG, U. Continuity, credibility and comparability: key challenges for corporate environmental performance measurement and communication. Lund/Sweden: The international Institute for Industrial Environmental Economics (IIIEE)/Lund University, **Working Paper**, 1998.

SOUZA, A. C. D. **Gerenciamento de impressão no Brasil: Uma análise das mensagens dos presidentes publicadas nos relatórios anuais**. Dissertação (mestrado) – Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Sócio-Econômico, Programa de Pós-Graduação em Contabilidade, Florianópolis, 2013.

SOUZA, A. C. D. **As palavras importam? O uso do tom linguístico nos discursos das apresentações de resultados**. 2017. 161 p. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017.

SOUZA, J. A. **Relação entre a divulgação de informações por segmentos e a acurácia das previsões de lucros**. 2019. 183 p. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Federal de Lavras, Lavras, 2019.

STIGLER, G. J. The theory of economic regulation. **The Bell Journal of Economics and Management Science**, New York, v. 2, n. 1, p. 1-21, Spring 1971.

STREET, D. L.; BRYANT, S. M. Disclosure level and compliance with IASs: A comparison of companies with and without US listings and filings. **The International Journal of Accounting**, v. 35, n. 3, p. 305-329, 2000.

STREET, D. L.; GRAY, S. J. Factors influencing the extent of corporate compliance with International Accounting Standards: summary of a research monograph. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, v. 11, n. 1, 51-76, 2002.

SUTTON, S. G.; ARNOLD, V., BEDARD, J. C., PHILLIPS, J. R. The impact of tagging qualitative financial information on investor decision making: Implications for XBRL. **International Journal of Accounting Information Systems**, v. 13, n. 1, p. 2-20, 2012.

TAKAMATSU, R. T.; FÁVERO, L. P. L. Opacidade das informações contábeis, adoção das normas internacionais e origem legal. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 19, n. 66, p. 594-612, 2017.

TANCINI, G. R. **Itens Regulatórios: um estudo aplicado à regulamentação tarifária da energia elétrica no Brasil**. 2013. 133 f. Dissertação (Mestrado em Ciências) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

TENNYSON, B. M.; INGRAM, R. W.; DUGAN, M. T. Assessing the information content of narrative disclosures in explaining bankruptcy. **Journal of Business Finance and Accounting**. 17 (Summer): p.391-410, 1990.

TETLOCK, P. C. Giving content to investor sentiment: the role of media in the stock market. **The Journal of Finance**, New York, v. 62, n. 3, p. 1139-1168, June 2007.

TETLOCK, P. C.; SAAR-TSECHANSKY, Maytal; MACKASSY, Sofus. More than words: quantifying language to measure firms' fundamentals. **The Journal of Finance**, New York, v. 63, n. 3, p. 1437-1467, June 2008.

TRUEMAN, B. Managerial disclosures and shareholder litigation. **Review of Accounting Studies**, v. 2, p. 181-199, 1997.

VERRECCHIA, R. E. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1-3, p. 97-180, 2001.

VIANA JUNIOR, D. B. C.; CASTRO, L. A.; PONTE, V. M. R.; LIMA, M. C. Do the words matter? An analysis of the linguistic sentiment of earnings conference calls and abnormal stock returns in Brazilian companies. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 12, n. 3, p. 144-158, Sept./Dec. 2019.

WILSON, R. On the Theory of Syndicates. **Econometrica**, v. 36, p. 119-132. 1968.

XU, W.; WU, C.; LI, H. Accounting for the impact of higher order moments in foreign equity option pricing model. **Economic Modelling**, v. 28, n. 4, p. 1726-1729, 2011.

YAN, B.; AERTS, W.; THEWISSEN, J. The Informativeness of impression management – financial analysts and rhetorical style of CEO letters. **Pacific Accounting Review**, v. 31, n. 3, p. 462-496, 2019.

YUTHAS, K.; ROGERS, R. K.; DILLARD, J. The accounting profession: Substantive change and/or image management. **Journal of Business Ethics**, v. 58, p. 159-176, 2005.

ZARZESKI, M. T. Spontaneous Harmonization Effects of Culture and Market Forces on Accounting Disclosure Practices. **Accounting Horizons**, v. 10, n. 1, 18, 1996.

ZERK, J.A. *Multinationals and Corporate Social Responsibility: Limitations and Opportunities in International Law*, **Cambridge University Press**, v. 48, 2006.

ZINGALES, L. The future of securities regulation. **Journal of Accounting Research**, v. 47, n. 2, p. 391-425, 2009.

APÊNDICE A

EMPRESA	SETOR	SEGMENTO	REGULADO	ÓRGÃO REGULADOR
3R PETROLEUM	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Exploração, Refino e Distribuição	Sim	ANP
ABYARA	Consumo Cíclico	Incorporações	Não	
AERIS	Bens Industriais	Máq. e Equip. Industriais	Não	
AES BRASIL	Utilidade Pública	Energia Elétrica	Sim	ANEEL
AES TIETE	Utilidade Pública	Energia Elétrica	Sim	ANEEL
ALIANSCCE	Financeiro	Exploração de Imóveis	Não	
ALIANSCSONAE	Financeiro	Exploração de Imóveis	Não	
ALLIAR	Saúde	Serviços Médico - Hospitalares, Análises e Diagnósticos	Não	
ALLIED	Consumo Cíclico	Eletrodomésticos	Não	
ALPARGATAS	Consumo Cíclico	Calçados	Não	
ALPER S.A.	Financeiro	Corretoras de Seguros e Resseguros	Não	
ALUPAR	Utilidade Pública	Energia Elétrica	Sim	ANEEL
AMBEV S/A	Consumo não Cíclico	Cervejas e Refrigerantes	Não	
AMERICANAS	Consumo Cíclico	Produtos Diversos	Não	
AMIL	Consumo Não Cíclico	Alimentos Diversos	Não	
ANHANGUERA	Consumo Cíclico	Serviços Educacionais	Não	
ANIMA	Consumo Cíclico	Serviços Educacionais	Não	
ARCELORMITTAL INOX BRASIL	Materiais Básicos	Minerais Metálicos	Não	
AREZZO CO	Consumo Cíclico	Tecidos, Vestuário e Calçados	Não	
ARTERIS	Bens Industriais	Exploração de Rodovias	Não	
ASSAI	Consumo não Cíclico	Alimentos	Não	
ATMASA	Bens Industriais	Serviços Diversos	Não	

AUTOMETAL	Bens Industriais	Material Rodoviário	Não	
B3	Financeiro	Serviços Financeiros Diversos	Não	
BANSANTANDER	Financeiro	Bancos	Sim	BACEN
BBSEGURIDADE	Financeiro	Seguradoras	Sim	SUSEP
BEMATECH	Tecnologia da Informação	Computadores e Equipamentos	Não	
BEMOBI TECH	Tecnologia da Informação	Programas e Serviços	Não	
BHG	Consumo Cíclico	Hotelaria	Não	
BIOSEV	Consumo não Cíclico	Açúcar e Álcool	Não	
BIOTOSCANA	Saúde	Medicamentos e Outros Produtos	Não	
BK BRASIL	Consumo Cíclico	Restaurante e Similares	Não	
BLAU	Saúde	Medicamentos e Outros Produtos	Não	
BOA VISTA	Financeiro	Serviços Financeiros Diversos	Não	
BR MALLS PAR	Financeiro	Exploração de Imóveis	Não	
BRADESCO	Financeiro	Bancos	Sim	BACEN
BRASIL	Financeiro	Bancos	Sim	BACEN
BRASILAGRO	Consumo não Cíclico	Agricultura	Não	
BRASKEM	Materiais Básicos	Petroquímicos	Não	
BRF SA	Consumo não Cíclico	Carnes e Derivados	Não	
BROOKFIELD	Construção e Transporte	Construção Civil	Não	
BTGP BANCO	Financeiro	Bancos	Sim	BACEN
CAEMI	Materiais Básicos	Minerais Metálicos	Não	
CAIXA SEGURI	Financeiro	Seguradoras	Sim	SUSEP
CAMIL	Consumo não Cíclico	Alimentos Diversos	Não	
CARREFOUR BR	Consumo não Cíclico	Alimentos	Não	
CBA	Materiais Básicos	Minerais Metálicos	Não	
CC DES IMOB	Construção e	Construção Civil	Não	

	Transporte			
CCR SA	Bens Industriais	Exploração de Rodovias	Não	
CELESC	Utilidade Pública	Energia Elétrica	Sim	ANEEL
CEMIG	Utilidade Pública	Energia Elétrica	Sim	ANEEL
CESP	Utilidade Pública	Energia Elétrica	Sim	ANEEL
CETIP	Financeiro	Serviços Financeiros Diversos	Não	
CIA HERING	Consumo Cíclico	Vestuário	Não	
CIELO	Financeiro	Serviços Financeiros Diversos	Não	
COELCE	Utilidade Pública	Energia Elétrica	Sim	ANEEL
COGNA ON	Consumo Cíclico	Serviços Educacionais	Não	
COMGAS	Utilidade Pública	Gás	Sim	ANP
COPASA	Utilidade Pública	Água e Saneamento	Sim	ANA
COPEL	Utilidade Pública	Energia Elétrica	Sim	ANEEL
COSAN	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Exploração, Refino e Distribuição	Sim	ANP
CPFL ENERGIA	Utilidade Pública	Energia Elétrica	Sim	ANEEL
CPFL RENOVAV	Utilidade Pública	Energia Elétrica	Sim	ANEEL
CREMER	Saúde	Medicamentos e Outros Produtos	Não	
CRT CELULAR	Comunicações	Telecomunicações	Sim	ANATEL
CRUZEIRO EDU	Consumo Cíclico	Serviços Educacionais	Não	
CSN MINERACA	Materiais Básicos	Minerais Metálicos	Não	
CSU CARDSYST	Financeiro	Serviços Diversos	Não	
CURY S/A	Consumo Cíclico	Incorporações	Não	
CVC BRASIL	Consumo Cíclico	Viagens e Turismo	Não	
CYRELA REALT	Consumo Cíclico	Incorporações	Não	
DASA	Saúde	Serv. Méd. Hospit., Análises e Diagnósticos	Não	
DATASUL	Tecnologia da Informação	Programas e Serviços	Não	
DEXCO	Materiais Básicos	Madeira	Não	
DIMED	Saúde	Medicamentos e Outros Produtos	Não	

DIRECIONAL	Consumo Cíclico	Incorporações	Não	
DURATEX SA	Materiais Básicos	Madeira	Não	
ECORODOVIAS	Bens Industriais	Exploração de Rodovias	Não	
ELETROBRAS	Utilidade Pública	Energia Elétrica	Sim	ANEEL
ELETROMIDIA	Comunicações	Publicidade e Propaganda	Não	
ELETROPAULO	Utilidade Pública	Energia Elétrica	Sim	ANEEL
EMBRAER	Bens Industriais	Material Aeronáutico e de Defesa	Não	
ENAUTA PART	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Exploração, Refino e Distribuição	Sim	ANP
ENERGIAS BR	Utilidade Pública	Energia Elétrica	Sim	ANEEL
ENERGISA	Utilidade Pública	Energia Elétrica	Sim	ANEEL
ENEVA	Utilidade Pública	Energia Elétrica	Sim	ANEEL
ENGIE BRASIL	Utilidade Pública	Energia Elétrica	Sim	ANEEL
ENJOEI	Tecnologia da Informação	Programas e Serviços	Não	
EQUATORIAL	Utilidade Pública	Energia Elétrica	Sim	ANEEL
EVEN	Consumo Cíclico	Construção Civil	Não	
EZTEC	Consumo Cíclico	Construção Civil	Não	
FER HERINGER	Materiais Básicos	Fertilizantes e Defensivos	Não	
FIBRIA	Materiais Básicos	Papel e Celulose	Não	
FLEURY	Saúde	Serv. Méd. Hospit., Análises e Diagnósticos	Não	
FRAS-LE	Bens Industriais	Material Rodoviário	Não	
GAFISA	Consumo Cíclico	Construção Civil	Não	
GENERALSHOPP	Financeiro	Exploração de Imóveis	Não	
GERDAU MET	Materiais Básicos	Siderurgia	Não	
GRUPO MATEUS	Consumo não Cíclico	Alimentos	Não	
GRUPO NATURA	Consumo não Cíclico	Produtos de Cuidado Pessoal	Não	
GRUPO SBF	Consumo Cíclico	Produtos Diversos	Não	
GUARANI	Consumo Não Cíclico	Alimentos Diversos	Não	
GUARARAPES	Consumo Cíclico	Tecidos, Vestuário e Calçados	Não	

GVT HOLDING	Comunicações	Telefonia Fixa	Sim	ANATEL
HAPVIDA	Saúde	Serviços Médico - Hospitalares, Análises e Diagnósticos	Sim	ANS
HELBOR	Consumo Cíclico	Construção Civil	Não	
HIDROVIAS	Bens Industriais	Transporte Hidroviário	Não	
HYPERA	Saúde	Medicamentos e Outros Produtos	Não	
IGUATEMI	Financeiro	Exploração de Imóveis	Não	
IHPARDINI	Saúde	Serviços Médicos Hospitalares, Análises e Diagnósticos	Não	
IMC HOLDINGS	Hoteis e Restaurantes	Restaurante e Similares	Não	
IMC S/A	Consumo Cíclico	Restaurante e Similares	Não	
INDS ROMI	Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos Industriais	Não	
INDUSVAL	Financeiro	Bancos	Sim	BACEN
INFRACOMM	Tecnologia da Informação	Programas e Serviços	Não	
INTELBRAS	Tecnologia da Informação	Computadores e Equipamentos	Não	
INTERMEDICA	Saúde	Serv. Méd. Hospit. Análises e Diagnósticos	Não	
IOCHP-MAXION	Consumo Cíclico	Automóveis e Motocicletas	Não	
IRBBRASIL RE	Financeiro	Resseguradoras	Sim	SUSEP
ITAUSA	Financeiro	Bancos	Sim	BACEN
ITAUUNIBANCO	Financeiro	Bancos	Sim	BACEN
JBS	Consumo não Cíclico	Carnes e Derivados	Não	
JHSF PART	Consumo Cíclico	Incorporações	Não	
JSL	Bens Industriais	Transporte Rodoviário	Não	
KLABIN S/A	Materiais Básicos	Papel e Celulose	Não	
KLABINSEGALL	Construção e Transporte	Construção Civil	Não	
LAVVI	Consumo Cíclico	Incorporações	Não	
LE LIS BLANC	Consumo Cíclico	Tecidos, Vestuário e Calçados	Não	

LIGHT S/A	Utilidade Pública	Energia Elétrica	Sim	ANEEL
LINX	Tecnologia da Informação	Programas e Serviços	Não	
LOCALIZA	Consumo Cíclico	Aluguel de carros	Não	
LOCAMERICA	Consumo Cíclico	Aluguel de Carros	Não	
LOCAWEB	Tecnologia da Informação	Programas e Serviços	Não	
LOG COM PROP	Financeiro	Exploração de Imóveis	Não	
LOG-IN	Bens Industriais	Transporte Hidroviário	Não	
LOJAS AMERIC	Consumo Cíclico	Produtos Diversos	Não	
LOJAS MARISA	Consumo Cíclico	Tecidos, Vestuário e Calçados	Não	
LOJAS RENNER	Consumo Cíclico	Tecidos, Vestuário e Calçados	Não	
LOPES BRASIL	Financeiro	Intermediação Imobiliária	Não	
LUPATECH	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Equipamentos e Serviços	Não	
M.DIASBRANCO	Consumo não Cíclico	Alimentos Diversos	Não	
MAGAZ LUIZA	Consumo Cíclico	Elerodomésticos	Não	
MAGNESITA SA	Materiais Básicos	Materiais Diversos	Não	
MARCOPOLO	Bens Industriais	Material Rodoviário	Não	
MARFRIG	Consumo não Cíclico	Carnes e Derivados	Não	
MARISA	Consumo Cíclico	Tecidos. Vestuário e Calçados	Não	
MEDIAL SAUDE	Consumo Não Cíclico	Serv. Méd. Hospit., Análises e Diagnósticos	Não	
METAL LEVE	Consumo Cíclico	Automóveis e Motocicletas	Não	
METALFRIO	Bens Industriais	Máq. e Equip. Industriais	Não	
MILLS	Bens Industriais	Serviços Diversos	Não	
MINERVA	Consumo não Cíclico	Carnes e Derivados	Não	
MITRE REALTY	Consumo Cíclico	Incorporações	Não	
MMX MINER	Materiais Básicos	Minerais Metálicos	Não	
MOBLY	Tecnologia da Informação	Programas e Serviços	Não	

MODALMAIS	Financeiro	Bancos	Sim	BACEN
MOURA DUBEUX	Consumo Cíclico	Incorporações	Não	
MOVIDA	Consumo Cíclico	Aluguel de carros	Não	
MRV	Consumo Cíclico	Construção Civil	Não	
MULTIPLAN	Financeiro	Exploração de Imóveis	Não	
MULTIPLUS	Consumo Cíclico	Exploração de Imóveis	Não	
NATURA	Consumo não Cíclico	Prod. de Uso Pessoal	Não	
NEOENERGIA	Utilidade Pública	Energia Elétrica	Sim	ANEEL
NEOGRID	Tecnologia da Informação	Programas e Serviços	Não	
NET	Consumo Cíclico	Telecomunicações	Não	
NEXPE	Financeiro	Intermediação Imobiliária	Não	
OCEANPACT	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Equipamentos e Serviços	Não	
ODONTOPREV	Saúde	Serviços Médico - Hospitalares, Análises e Diagnósticos	Sim	ANS
OGX PETROLEO	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Exploração e/ou Refino	Sim	ANP
OI	Comunicações	Telecomunicações	Sim	ANATEL
OMEGA GER	Utilidade Pública	Energia Elétrica	Sim	ANEEL
ONCOCLINICAS	Saúde	Serviços Médico - Hospitalares, Análises e Diagnósticos	Não	
ORIZON	Utilidade Pública	Água e Saneamento	Sim	ANA
OSX BRASIL	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Equipamentos e Serviços	Não	
OUROFINO S/A	Saúde	Medicamentos e Outros Produtos	Não	
P.ACUCAR-CBD	Consumo não Cíclico	Alimentos	Não	
PADTEC	Tecnologia da Informação	Programas e Serviços	Não	
PAGUE MENOS	Consumo cíclico	Medicamentos e Outros Produtos	Não	
PDG REALT	Consumo Cíclico	Incorporações	Não	
PETROBRAS	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Exploração, Refino e Distribuição	Sim	ANP

PETRORECONCA	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Exploração, Refino e Distribuição	Sim	ANP
PETRORIO	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Exploração, Refino e Distribuição	Sim	ANP
PETZ	Consumo Cíclico	Produtos Diversos	Não	
PLANOEPLANO	Consumo Cíclico	Incorporações	Não	
PORTO SEGURO	Financeiro	Seguradoras	Sim	SUSEP
POSITIVO TEC	Tecnologia da Informação	Computadores e Equipamentos	Não	
PROFARMA	Consumo cíclico	Medicamentos e Outros Produtos	Não	
PROVIDENCIA	Materiais Básicos	Materiais Diversos	Não	
PRUMO	Bens Industriais	Transporte Hidroviário	Não	
QUALICORP	Saúde	Serviços Médico - Hospitalares, Análises e Diagnósticos	Sim	ANS
RAIA	Consumo não Cíclico	Medicamentos	Não	
RAIADROGASIL	Consumo cíclico	Medicamentos e Outros Produtos	Não	
RANDON PART	Bens Industriais	Material Rodoviário	Não	
REDE D OR	Saúde	Serviços Médico - Hospitalares, Análises e Diagnósticos	Não	
REDECARD	Financeiro	Serviços Financeiros Diversos	Não	
RENOVA	Utilidade Pública	Energia Elétrica	Sim	ANEEL
RNI	Consumo Cíclico	Incorporações	Não	
ROSSI RESID	Consumo Cíclico	Incorporações	Não	
RUMO LOG	Bens Industriais	Transporte Ferroviário	Não	
SABESP	Utilidade Pública	Água e Saneamento	Sim	ANA
SADIA S/A	Consumo não Cíclico	Carnes e Derivados	Não	
SANEPAR	Utilidade Pública	Água e Saneamento	Sim	ANA
SANTOS BRAS	Bens Industriais	Serviços de Apoio e Armazenagem	Não	
SAO CARLOS	Financeiro	Exploração de Imóveis	Não	
SAO MARTINHO	Consumo não Cíclico	Açúcar e Alcool	Não	

SARAIVA LIVR	Consumo Cíclico	Produtos Diversos	Não	
SEB	Consumo Cíclico	Serviços Educacionais	Não	
SEQUOIA LOG	Bens Industriais	Serviços Diversos	Não	
SER EDUCA	Consumo Cíclico	Serviços Educacionais	Não	
SID NACIONAL	Materiais Básicos	Siderurgia	Não	
SIMPAR	Financeiro	Holdings Diversificadas	Não	
SINQIA	Tecnologia da Informação	Programas e Serviços	Não	
SLC AGRICOLA	Consumo não Cíclico	Agricultura	Não	
SMILES	Consumo Cíclico	Programas de Fidelização	Não	
SUBMARINO	Consumo Cíclico	Produtos Diversos	Não	
SUL AMERICA	Financeiro	Seguradoras	Sim	SUSEP
SUZANO S.A.	Materiais Básicos	Papel e Celulose	Não	
SYN PROP TEC	Consumo Cíclico	Exploração de Imóveis	Não	
TAESA	Utilidade Pública	Energia Elétrica	Sim	ANEEL
TAM S/A	Utilidade Pública	Transporte Aéreo	Sim	ANAC
TECHNOS	Consumo Cíclico	Acessórios	Não	
TECNISA	Consumo Cíclico	Incorporações	Não	
TEGMA	Bens Industriais	Transporte Rodoviário	Não	
TELE CTR OES	Comunicações	Telecomunicações	Sim	ANATEL
TELE LESTE CL	Comunicações	Telecomunicações	Sim	ANATEL
TELE NORT CL	Comunicações	Telecomunicações	Sim	ANATEL
TELE SUDESTE	Comunicações	Telecomunicações	Sim	ANATEL
TELEF BRASIL	Comunicações	Telecomunicações	Sim	ANATEL
TELEMAR	Comunicações	Telecomunicações	Sim	ANATEL
TELEMIG CL	Comunicações	Telecomunicações	Sim	ANATEL
TEMPO PART	Consumo Não Cíclico	Serv. Méd. Hospit., Análises e Diagnósticos	Não	
TENDA	Consumo Cíclico	Incorporações	Não	
TIM	Comunicações	Telecomunicações	Sim	ANATEL
TIM PART S/A	Comunicações	Telecomunicações	Sim	ANATEL
TIME FOR FUN	Consumo Cíclico	Produção de Eventos e Shows	Não	

TIVIT	Tecnologia da Informação	Programas e Serviços	Não	
TOTVS	Tecnologia da Informação	Programas e Serviços	Não	
TRACK FIELD	Consumo Cíclico	Vestuário	Não	
TRAN PAULIST	Utilidade Pública	Energia Elétrica	Sim	ANEEL
TRISUL	Consumo Cíclico	Incorporações	Não	
TRIUNFO PART	Bens Industriais	Exploração de Rodovias	Não	
TUPY	Bens Industriais	Material Rodoviário	Não	
ULTRAPAR	Consumo Cíclico	Exploração, Refino e Distribuição	Não	
UNICASA	Consumo Cíclico	Móveis	Não	
UNIPAR	Materiais Básicos	Químicos Diversos	Não	
USIMINAS	Materiais Básicos	Siderurgia	Não	
VALE	Materiais Básicos	Minerais Metálicos	Não	
VALID SOLUCOES	Bens Industriais	Serviços Diversos	Não	
VIA	Consumo Cíclico	Eletrodomésticos	Não	
VIBRA	Consumo Cíclico	Exploração, Refino e Distribuição	Não	
VIVARA S.A.	Consumo Cíclico	Acessórios	Não	
VIVER	Consumo Cíclico	Incorporações	Não	
VIVO	Consumo Cíclico	Telecomunicações	Não	
VULCABRAS	Consumo Cíclico	Calçados	Não	
WEG	Bens Industriais	Motores, Compressores e Outros	Não	
WESTWING	Tecnologia da Informação	Programas e Serviços	Não	
WIZ S.A.	Financeiro	Corretoras de Seguros e Resseguros	Não	