



Universidade de Brasília

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA (UnB)
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE E
GESTÃO DE POLÍTICAS PÚBLICAS (FACE)
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS E ATUARIAIS –(CCA)
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS (PPGCont)

ALEXANDRE FERNANDES MONTEIRO

O GERENCIAMENTO DA IMPRESSÃO EM RELATÓRIOS DE
SUSTENTABILIDADE INFLUENCIA O NÍVEL DE ASSIMETRIA
INFORMACIONAL? ESTUDO EM EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO NO
BRASIL

BRASÍLIA-DF

2021



UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA (UnB)
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE E
GESTÃO DE POLÍTICAS PÚBLICAS (FACE)
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS E ATUARIAIS (CCA)
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS (PPGCont)

ALEXANDRE FERNANDES MONTEIRO

O GERENCIAMENTO DA IMPRESSÃO EM RELATÓRIOS DE
SUSTENTABILIDADE INFLUENCIA O NÍVEL DE ASSIMETRIA
INFORMACIONAL? ESTUDO EM EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO NO
BRASIL

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão Pública da Universidade de Brasília – UnB – como requisito parcial à obtenção do título de Doutor em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Rodrigo de Souza Gonçalves

BRASÍLIA-DF

2021

Monteiro, Alexandre Fernandes

O Gerenciamento da Impressão em Relatórios de Sustentabilidade Influencia o Nível de Assimetria Informacional? Estudo em Empresas de Capital Aberto no Brasil / Alexandre Fernandes Monteiro – Brasília, DF, 2021.
194 f.

Orientador: Prof. Dr. Rodrigo de Souza Gonçalves

Tese (doutorado) – Universidade de Brasília. Faculdade de Economia, Administração e Ciências Contábeis e Políticas Públicas – FACE. Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis.

1. Disclosure Voluntário. 2. Relatório de Sustentabilidade. 3. Assimetria Informacional. 4. Gerenciamento da Impressão. I. GONÇALVES, Rodrigo de Souza. II. Universidade de Brasília.

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA – UnB

Professora Doutora Márcia Abrahão Moura
Reitora da Universidade de Brasília

Professor Doutor Enrique Huelva Unternbäumen
Vice-Reitor da Universidade de Brasília

Professor Doutor Lucio Remuzat Rennó Junior
Decana de Pós-Graduação

Professor Doutor José Marcio Carvalho
**Diretor da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e
Gestão de Políticas Públicas**

Professor Doutor Sérgio Ricardo Miranda Nazaré
Chefe do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais

Professor Doutor Jorge Katsumi Niyama
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis

ALEXANDRE FERNANDES MONTEIRO

**O GERENCIAMENTO DA IMPRESSÃO EM RELATÓRIOS DE
SUSTENTABILIDADE INFLUENCIA O NÍVEL DE ASSIMETRIA
INFORMACIONAL? ESTUDO EM EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO NO
BRASIL**

Tese submetida à apreciação da banca examinadora do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília (PPGCont UnB), como requisito parcial à obtenção do título de Doutor em Ciências Contábeis.

Comissão Avaliadora:

Prof. Dr. Rodrigo de Souza Gonçalves
Universidade de Brasília
(Presidente da Comissão)

Prof^a. Dr^a. Márcia Reis Machado –
Universidade Federal da Paraíba
(Membro Examinador Externo)

Prof^a Dr^a. Suliani Rover
Universidade Federal de Santa Catarina
(Membro Examinador Externo)

Prof. Dr. César Augusto Tibúrcio Silva
Universidade de Brasília
(Membro Examinador Interno)

Brasília, DF
2021

Agradeço ao meu pai Eridan (in memoriam) que durante o processo de doutoramento foi exemplo de perseverança e fonte de estímulo, aquele que inspirou-me a não desistir do meu objetivo.

À minha fiel e amada esposa Fernanda, sou grato por toda a dedicação e apoio incondicionais.

Aos meus filhos Gustavo e Manuela que souberam compreender as minhas ausências e aguardaram, resignadamente, o tempo necessário para retomarmos o convívio familiar, o meu agradecimento especial.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, sou grato a Deus por permitir-me experimentar a vida, pela minha existência neste mundo. Juntamente com os dons que me foram dados por Aquele que criou-me, também logrei o mérito de estar ao lado das pessoas especiais às quais me refiro nessas palavras de agradecimento. Não poderia deixar de mencionar a minha gratidão ao Brasil e a toda a sociedade brasileira. Foi em meu país que obtive inúmeras oportunidades de aperfeiçoar-me, que adquiri o conhecimento necessário para o meu desenvolvimento intelectual. Tive acesso a um ensino público de qualidade e espero um dia poder devolver-à coletividade o vultoso investimento que, gratuitamente, me foi oportunizado.

Agradeço aos professores com os quais tive contato ao longo do curso, pela transmissão generosa e gratuita de saberes, em todos os sentidos. Por amor ao ensino, estes educadores praticam a docência de modo que o conhecimento seja transformador não, apenas, do ponto de vista científico, no campo da Ciência Contábil, mas, sobretudo, pelo exemplo vivo de dedicação e esforços pessoais evidenciados no convívio cotidiano.

Devo agradecer ao Prof. César Tibúrcio do PPGCont UnB e à Prof^a Suliani Rover da UFSC por suas valiosas contribuições na etapa de qualificação da minha pesquisa. Também sou grato à Prof^a Maria Daniella da UFPB pelas contribuições no campo do estudo da narrativa contábil. Aos meus colegas de sala de aula Alex Sarchis, Érica Modesto e Rafael Oliveira agradeço pelo apoio, por colaborarem comigo na troca de informações, as quais foram imprescindíveis ao processo de construção da minha tese. Aos companheiros da 3^a Turma do “Novo PPGCont” da UnB, que acompanharam-me ao longo de toda a jornada, a minha gratidão.

Agradeço ao corpo de servidores e funcionários da Universidade de Brasília, em especial às servidoras Inez e Sara pela forma tempestiva e fidalga com que sempre atenderam às minhas demandas. De igual modo, agradeço à turma do DMAT, capitaneada pelo servidor Nonato, e aos servidores e funcionários do RU e da Biblioteca Central. Apoiando-me, vocês colaboraram e facilitaram a minha jornada acadêmica.

Agradeço, ainda, à Emanuela Campos Siqueira Alves, José Carlos Menna Barreto Ribas Bitencourt e Ana Lúcia Barbosa da Silva pelo apoio no processo de tradução para o inglês de questionários de validação enviados para o exterior, nos trabalhos de codificação, preenchimento e conferência de planilhas e revisão de texto.

Faço um agradecimento especial ao meu orientador, Prof. Dr. Rodrigo Gonçalves que conduziu-me, de forma segura, ao longo de todo o processo de elaboração da minha

pesquisa, incentivando-me a ousar sem desconsiderar os ensinamentos e valores essenciais obtidos no processo de ensino-aprendizagem e, também, a observar os limites da Ciência, respeitando o trabalho dos que vieram antes sem, jamais, deixar de questioná-lo quando surgisse uma dúvida. Este modo criterioso e responsável de orientar um estudo científico, fez-me compreender melhor acerca das minhas próprias limitações. De você, mestre, levo para o contexto das minhas relações profissionais e sociais o exemplo vivo do que seja uma conduta pautada na racionalidade e pontuada pela ética, pois foram estes os valores a mim transmitidos ao longo do processo de orientação.

*Choose your self-presentations carefully,
for what starts out as a mask may become
your face.*

Erving Goffman

RESUMO

Esta tese tem por objetivo verificar como se relacionam os níveis de gerenciamento da impressão constantes da narrativa em relatórios de sustentabilidade de empresas de capital aberto com ações na bolsa brasileira (B3) e o grau de assimetria informacional entre essas e os investidores. Para tanto, foram avaliados os relatórios de sustentabilidade de 58 empresas listadas na B3, no período de 2016 a 2019. Para avaliação do nível de gerenciamento da impressão, foi adaptado e validado um modelo de codificação e medição com base em Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009) e Aerts (2005) contendo quatro técnicas de gerenciamento da impressão: atribuição, comparação, ênfase e temático-ênfase. Compuseram as etapas da validação: (i) avaliação por especialistas quanto à clareza e pertinência dos itens; (ii) teste de confiabilidade (replicabilidade) do modelo; e (iii) análise por meio de regressão linear múltipla com dados com efeitos aleatórios seccionais, para a validação junto aos determinantes do gerenciamento da impressão. Em relação a esta última etapa, foi possível mostrar que as variáveis tamanho, risco e independência do conselho de administração, influenciam o nível de gerenciamento da impressão. Quanto à assimetria informacional, esta foi medida por meio do *bid-ask-spread*, e testada por meio de regressão não-linear com dados em painel utilizando-se do método linear generalizado. Os resultados evidenciam que o nível de assimetria informacional aumenta quando há um maior emprego de gerenciamento da impressão em relatórios de sustentabilidade, indicando, para o mercado acionário brasileiro, uma forma semiforte de eficiência de mercado (FAMA, 1970). Esse resultado corrobora a hipótese subjacente do estudo, em que coloca o gerenciamento da impressão como uma violação da representação fidedigna que é uma característica fundamental da informação contábil, conforme IASB (2018). Ainda, corrobora a iniciativa do IASB em coordenar força-tarefa com objetivo de atender à demanda dos stakeholders com relação à produção de padrões de divulgação em relatórios de sustentabilidade (IASB, 2020).

Palavras-chave: Assimetria informacional. Gerenciamento da impressão. Relatório de sustentabilidade. Mercado de Capitais. Eficiência de mercado. Empresas Brasileiras.

ABSTRACT

This study aims to verify how the levels of impression management contained in Brazilian public company's sustainability reports narrative influence informational asymmetry. For this purpose, 232 sustainability reports of companies listed on Brazilian stock market (B3) were evaluated between 2016 to 2019. For impression management evaluation, a model was adapted based on Brennan, Guillamon-Saorin and Pierce (2009) and Aerts (2005), containing four impression management techniques: attribution, benchmarking, emphasis and thematic-emphatic. The validation stages were composed of (i) clarity and pertinence expert assessment; (ii) reliability test (replicability); and (iii) analysis through multiple linear regression with random sectional effects for validation with the determinants of impression management. Regarding this last step, the variables size, risk and board independence were significant on impression management relation. About information asymmetry, was measured by bid-ask-spread, and tested relation with impression management using generalized linear method. The results show informational asymmetry levels increases in the same impression management direction in sustainability reports, indicating, for the Brazilian stock market, a semi-strong efficiency market (FAMA, 1970). This result corroborates study underlying hypothesis, in which impression management is a violation of faithful representation that is a fundamental characteristic of accounting information, according to IASB (2018). Furthermore, corroborate IASB initiative to coordinate a task force for attend stakeholders demand about sustainability report (IASB, 2020).

Keywords: Informational asymmetry. Impression management. Sustainability report. Capital market. Market efficiency. Brazilian Companies.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Impacto do disclosure voluntário na AI conforme TDV	26
Figura 2: O GI situado no processo de disclosure em CSR e seu impacto no spread	27
Figura 3: Estratégias de gerenciamento da impressão na narrativa contábil.....	41
Figura 4: Lógica da pesquisa	60
Figura 5: Modelo analítico da pesquisa.....	61
Figura 6: Mensuração do nível de AI (BAS 1/2 dias depois e antes do envio da DFP/ITR à CVM).....	66
Figura 7: Níveis da ênfase pela técnica do posicionamento.....	75
Figura 8: Processo de codificação do GI com uso da técnica temático-enfática.....	78
Figura 9: Técnicas usadas no estudo para identificar o emprego de GI nos D-CSR.....	88
Figura 10: Técnicas de GI e o processo de codificação	93
Figura 11: Tabela de contingência contendo duas alternativas de codificação.....	98

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Confrontação entre os conceitos de representação fidedigna e GI.....	24
Quadro 2: Perspectivas do gestor no gerenciamento de impressões	36
Quadro 3: Perspectivas do investidor diante de gerenciamento de impressões	47
Quadro 4: Seleção da amostra	62
Quadro 5: Distribuição da amostra pesquisada por setor econômico.....	63
Quadro 6: Técnicas de GI empregadas neste estudo	70
Quadro 7: Distinção entre o modelo de identificação de GI empregado em Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009) e a técnica utilizada neste estudo.....	72
Quadro 8: Exemplo de emprego da técnica temático-enfática de GI.....	73
Quadro 9: Codificação do uso de GI com utilização da técnica temático-enfática.....	76
Quadro 10: Exemplos do uso de GI pela técnica da comparação do desempenho por manipulação.....	79
Quadro 11: Emprego da técnica de GI da comparação do desempenho combinada à ênfase por posicionamento e por repetição.....	81
Quadro 12: Codificação da técnica de GI da comparação do desempenho.....	81
Quadro 13: Exemplo do uso de GI por meio da técnica da atribuição.....	85
Quadro 14: Codificação da técnica de GI da atribuição	86
Quadro 15: Exemplo de emprego da técnica da atribuição combinada à ênfase ...	87
Quadro 16: Indicadores de desempenho sustentável empregados como denominadores na transformação do GI_Ag em índice comparável entre diferentes empresas	89
Quadro 17: Processo de testagem da confiabilidade e validade do modelo de codificação e mensuração da variável GI	94
Quadro 18: Variáveis independentes com efeito significativo sobre o GI.....	99
Quadro 19: Variáveis de controle empregadas no estudo	104
Quadro 20: Codificação da qualidade do disclosure baseada em frameworks consagrados em relatórios de sustentabilidade.....	105
Quadro 21: Quantitativo de enunciados codificados em toda a amostra (dimensões social e ambiental).....	114
Quadro 22: Enunciados com vieses acompanhados e desacompanhados de ênfase em toda a amostra (dimensões social e ambiental).....	115

Quadro 23: Distribuição de ações positivas e negativas no uso da Atribuição e da Temático-Enfatização.....	116
Quadro 24: Quantitativo de palavras-chave com conotação positiva e negativa em toda a amostra (dimensões social e ambiental).....	117
Quadro 25: Quantitativo de enunciados codificados por dimensão	118
Quadro 26: Distribuição pelas dimensões social e ambiental das ações positivas e negativas no uso da Atribuição e da Temático-Enfatização.....	119

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Evolução da média do GI_Ag entre 2016 e 2019	117
Gráfico 2: Evolução da mediana do GI_Ag entre 2016 e 2019.....	118

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Correspondência entre indicador de sustentabilidade e valor aplicado na pesquisa	89
Tabela 2: Matriz de correlação referente às variáveis das regressões de validação	111
Tabela 3: Resultados testes de Hausman para efeitos aleatórios.....	111
Tabela 4: Resultados da estimação em regressão linear entre GI_Ag (ambiental e social) e seus determinantes em amostra da pesquisa	112
Tabela 5: Resultados da estimação em regressão linear entre GI_Ag (ambiental e social) e seus determinantes em subamostra da pesquisa	113
Tabela 6: Matriz de correlação das variáveis do estudo.....	122
Tabela 7: Teste de Wald regressão GI_Ag_D-CSR.....	123
Tabela 8: Teste de estabilidade regressão GI_Ag publicação D-CSR	123
Tabela 9: Testes de igualdade das variâncias regressão GI_Ag_D-CSR	124
Tabela 10: Teste de autocorrelação dos resíduos de <i>Box e Pierce</i> regressão GI_Ag_D-CSR.....	124
Tabela 11: Matriz de correlação das variáveis da regressão na dimensão ambiental...	125
Tabela 12: Teste de Wald regressão GI_AMB_ITR3	125
Tabela 13: Teste de estabilidade regressão GI_AMB_ITR3.....	126
Tabela 14: Testes de igualdade das variâncias dos resíduos regressão GI_AMB_ITR3	126
Tabela 15: Teste de autocorrelação dos resíduos de <i>Box e Pierce</i> regressão GI_AMB_ITR3	126
Tabela 16: Matriz de correlação das variáveis da regressão na dimensão social	127
Tabela 17: Teste de Wald regressão GI_SOC_ITR3_1D.....	127
Tabela 18: Teste de estabilidade regressão GI_SOC_ITR3_1D	128
Tabela 19: Testes de igualdade das variâncias regressão GI_SOC_ITR3_1D.....	128
Tabela 20: Teste de autocorrelação dos resíduos de <i>Box e Pierce</i> regressão GI_SOC_ITR2_2A.....	129
Tabela 21: Matriz de correlação das variáveis das três regressões empregadas em ITR3 com uso da atribuição e da ênfase	130
Tabela 22: Resultados da estimação em regressão não-linear GLM entre AI, GI_Ag e variáveis de controle (AI medido no dia da publicação D-CSR)	131

Tabela 23: Resultados da estimação em regressão não-linear GLM entre AI, GI_AMB e variáveis de controle (AI medido no dia da publicação ITR3).....	132
Tabela 24: Resultados da estimação em regressão não-linear GLM entre AI, GI_SOC e variáveis de controle (AI medido um dia depois da publicação do ITR3).....	133
Tabela 25: Resultados da estimação em regressão não-linear GLM entre AI, GIA e variáveis de controle (AI medido um dia depois da publicação do ITR3).....	134
Tabela 26: Resultados da estimação em regressão não-linear GLM entre AI, GIE e variáveis de controle (AI medido um dia antes da publicação do ITR3).....	135
Tabela 27: Resultados da estimação em regressão não-linear GLM entre AI, GIE e variáveis de controle (AI medido no dia da publicação do ITR3).....	136

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AI	Assimetria Informacional
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
APIMEC	Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais
BAS	Bid-Ask-Spread
ARPR	Annual Results's Press Releases
CSG	Community Score Grade
CSR	Responsabilidade Social Corporativa
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
D-CSR	Disclosure em Responsabilidade Social Corporativa
DFP	Demonstrações Financeiras Padronizadas
ENU	Enunciado
EPSC	Environmental Pillar Score Grade
ESG	Environmental, Social and Governance
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
GI	Gerenciamento da Impressão
GI_Ag	Nível Agregado de Gerenciamento da Impressão
GI_Ag_R	Nível Agregado de Gerenciamento da Impressão Normalizado
GI_AMB	Nível Agregado Ambiental de Gerenciamento da Impressão
GI_SOC	Nível Agregado Social de Gerenciamento da Impressão
GI_AMB_R	Nível Agregado Ambiental de Gerenciamento da Impressão Normalizado
GI_SOC_R	Nível Agregado Social de Gerenciamento da Impressão Normalizado
GRI	Global Report Initiative
HME	Hipótese do Mercado Eficiente
HRI	Hipótese da Revelação Incompleta
IASB	International Accounting Standards Board
IIRC	International Integrated Reporting Council
ITR	Relatório Trimestral
ONG	Organização Não-Governamental
PC	Palavra-Chave
P&D	Pesquisa e Desenvolvimento
QD_CSR	Qualidade do Disclosure em Responsabilidade Social Corporativa
RC	Reputação Corporativa
RF	Representação Fidedigna
SPSG	Social Pillar Score Grade
TDV	Teoria do Disclosure Voluntário
TDR	Total de Doações por Receita Obtida em milhões
TEC	Total de Emissões de CO2 por Receita Obtida em milhões
TS	Teoria dos Stakeholders
RI	Relato Integrado

SUMÁRIO

LISTA DE FIGURAS.....	12
LISTA DE QUADROS.....	13
LISTA DE GRÁFICOS	15
LISTA DE TABELAS.....	16
LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS	18
1 INTRODUÇÃO	20
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO	20
1.2 OBJETIVOS DE PESQUISA.....	22
1.3 DESENVOLVIMENTO E DEFINIÇÃO DAS HIPÓTESES DE PESQUISA.....	23
1.4 ORIGINALIDADE, JUSTIFICATIVA E INOVAÇÃO	30
1.5 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA	32
2 REFERENCIAL TEÓRICO	33
2.1 GERENCIAMENTO DA IMPRESSÃO E A TEORIA DO DISCLOSURE VOLUNTÁRIO.....	33
2.2 GERENCIAMENTO DA IMPRESSÃO, DISCLOSURE VOLUNTÁRIO E ASSIMETRIA INFORMACIONAL...	42
2.3 GERENCIAMENTO DA IMPRESSÃO E A RACIONALIDADE DO MERCADO	46
2.4 QUALIDADE DO DISCLOSURE EM RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA E ASSIMETRIA INFORMACIONAL.....	52
3 METODOLOGIA DE PESQUISA	59
3.1 CLASSIFICAÇÃO E LÓGICA DA PESQUISA	59
3.2 SELEÇÃO DA AMOSTRA	62
3.3 DESCRIÇÃO DA VARIÁVEL DEPENDENTE: ASSIMETRIA INFORMACIONAL	63
3.4 CODIFICAÇÃO E MENSURAÇÃO DO NÍVEL AGREGADO DE GERENCIAMENTO DA IMPRESSÃO	69
3.4.1 <i>Emprego de GI por meio da Temático-Enfatização.....</i>	<i>71</i>
3.4.2 <i>Emprego de GI por meio da Comparação de Desempenho</i>	<i>79</i>
3.4.3 <i>Emprego de GI por meio da Atribuição.....</i>	<i>83</i>
3.4.4 <i>Emprego de GI por meio da Enfatização em Enunciado sem viés aparente</i>	<i>87</i>
3.5 VALIDADE E CONFIABILIDADE DO MODELO DE CODIFICAÇÃO E MENSURAÇÃO.....	94
3.6 ESPECIFICAÇÃO DO MODELO PARA TESTE DA HIPÓTESE DE PESQUISA	101
3.7 LIMITAÇÕES DO ESTUDO.....	106
4 TRATAMENTO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	108
4.1 TESTES DE VALIDAÇÃO E CONFIABILIDADE DO MODELO DE CODIFICAÇÃO DO NÍVEL DE GI.....	108
4.1.1 <i>Pré-teste de clareza e pertinência com especialista em investimentos</i>	<i>108</i>
4.1.2 <i>Análise de juízes (especialistas)</i>	<i>109</i>
4.1.3 <i>Teste de confiabilidade do modelo de codificação e mensuração do nível de GI</i>	<i>110</i>
4.1.4 <i>Teste de validação confirmatória por meio dos determinantes do GI.....</i>	<i>110</i>
4.2 APLICAÇÃO DO MODELO DE CODIFICAÇÃO DO NÍVEL DE GI	113
4.2.1 <i>Estatística descritiva da aplicação do modelo de codificação na amostra</i>	<i>114</i>
4.2.2 <i>Análise do GI codificado na amostra.....</i>	<i>119</i>
4.3 ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE GI E ASSIMETRIA INFORMACIONAL	121
4.3.1 <i>Resultados dos testes de robustez aplicados às regressões usadas para verificação de H1..</i>	<i>122</i>
4.3.2 <i>Resultados das regressões usadas para testar a relação GI-AI (H1).....</i>	<i>131</i>
4.3.3 <i>Discussão dos resultados das regressões usadas para testar H1.....</i>	<i>136</i>
5 CONCLUSÃO.....	143
REFERÊNCIAS	145
APÊNDICE A – QUESTIONÁRIO DE APOIO À VALIDAÇÃO.....	163

APÊNDICE B – CÁLCULO DO ÍNDICE DE SOCIAL DISCLOSURE	180
APÊNDICE C – LISTA DE PALAVRAS-CHAVE COM TOM POSITIVO E NEGATIVO (SILVA, 2018) ENCONTRADAS NA AMOSTRA	181
APÊNDICE D – EMPRESAS COMPONENTES DA AMOSTRA E RESPECTIVOS NÍVEIS DE GI MENSURADOS NO ESTUDO	182
APÊNDICE E –REGRESSÕES AGREGADAS NAS 4 TÉCNICAS DE GI, REALIZADAS COM OBJETIVO DE TESTAR H1.....	185
APÊNDICE F – REGRESSÕES REALIZADAS POR TÉCNICA DE GI COM OBJETIVO DE TESTAR H1.....	189
APÊNDICE G – TESTES DE ROBUSTEZ APLICADOS ÀS REGRESSÕES REALIZADAS POR TÉCNICA DE GI COM OBJETIVO DE TESTAR H1.....	192

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

Com o estabelecimento dos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) em 2015, as Nações Unidas passaram a recomendar que os países tornem obrigatória até 2030 a publicação de relatórios de sustentabilidade por grandes empresas (BROOKS; OIKONOMOU, 2018). A adoção dessa recomendação tende a inserir nova dinâmica de mercado, pois há evidências de uma relação positiva entre performance sustentável e performance financeira (GARCIA; SOUSA-FILHO; BOAVENTURA, 2018; CUI; JO; NA, 2018).

Nessa nova dinâmica, há evidências de uma relação negativa entre desempenho sustentável e vários tipos de risco financeiro (não diversificável, diversificável, padrão e outros) o que incentiva a inserção do tema sustentabilidade nas decisões corporativas importantes, como remuneração de executivos e fusões e aquisições empresariais (BROOKS; OIKONOMOU, 2018).

Como consequência desse modelo de gestão, conforme propuseram Farias e Sauerbronn (2008), grandes corporações intensificaram seus esforços em busca de legitimação por meio de estratégias focadas em ações sustentáveis em uma abordagem contratual baseada na interdependência entre empresas e sociedade espelhada em seu disclosure. Por conseguinte, espera-se que a sociedade construa expectativas quanto ao comportamento e aos resultados das corporações em ações sustentáveis (FARIA; SAUERBRONN, 2008).

Ao descreverem o processo decisório administrativo por meio da narrativa documental corporativa, gestores de uma companhia podem ser demandados a mitigarem as consequências indesejáveis da publicação de informações organizacionais. (MERKL-DAVIES; BRENNAN; MCLEAY, 2011). Dessa forma, por possuírem maior nível informacional acerca da empresa, gestores manipulariam informações, buscando valorizar a imagem da empresa ou reduzir (neutralizar) o impacto de uma ação negativa de sua responsabilidade frente aos stakeholders e shareholders, de modo a preservar a sua reputação e garantir a legitimidade de seus processos (BRENNAN; GUILLAMON-SAORIN; PIERCE, 2009; BEATTIE, 2014; BOIRAL, 2016).

Nesse cenário, empresas buscam gerenciar a impressão do mercado acerca da efetividade da gestão, utilizando-se do *gap* informacional que seus gestores possuem em relação aos stakeholders acerca da realidade econômica da companhia (MICHELON; PILONATO; RICCERI, 2014); BOIRAL, 2016; DIOUF; BOIRAL, 2017; GUILLAMON-SAORIN; ISIDRO; MARQUES, 2017). Em contrapartida, investidores, sabedores da posição informacional superior dos gestores, buscam defender-se da expropriação de riqueza originada nessa assimetria informacional (MERKL-DAVIES; BRENNAN, 2011).

Nesse contexto, considerada tal assimetria informacional e a possibilidade de gerenciamento da impressão por parte de gestores, a perspectiva do mercado acerca das ações sustentáveis sociais e ambientais tem influenciado o comportamento de investidores, impactando a noção de maximização do valor por parte desse stakeholder, refletindo-se no comportamento dos preços ofertados e demandados pelos papéis das empresas (BROOKS; OIKONOMOU, 2018; GARCIA; SOUSA-FILHO; BOAVENTURA, 2018; CUI; JO; NA, 2018).

Nesse cenário, dado o nível de assimetria informacional contido entre gestores e investidores em tal disclosure, especula-se como os investidores avaliariam no curto prazo os efeitos financeiros, notadamente no que refere-se à gestão da impressão em temas que incidem em responsabilidade socioambiental (MERKEL-DAVIES; BRENNAN, 2011; MARTÍNEZ-FERRERO; RUIZ-CANO; GARCÍA-SÁNCHEZ, 2016).

Considerada a representação fidedigna como uma característica qualitativa fundamental da informação contábil, cuja neutralidade é buscada (IASB, 2018), o gerenciamento da impressão contrariaria o preconizado na estrutura conceitual da contabilidade e na teoria contábil, por ser uma ferramenta manipuladora da percepção do stakeholder a respeito da corporação.

A elaboração deste trabalho acadêmico tem o objetivo de aprofundar os estudos sobre gerenciamento da impressão e assimetria informacional, focando no disclosure em responsabilidade social corporativa (CSR). O atingimento desse objetivo pode contribuir com a sistematização do conhecimento acerca do disclosure voluntário, especificamente no que se refere à relatórios de sustentabilidade. Ao ser explorado, tem o potencial de corroborar com os esforços globais para a constituição de um modelo econômico

sustentável e com pesquisas que abordam a relação entre a qualidade do social disclosure (GONÇALVES; MEDEIROS; GONÇALVES, 2012) e assimetria informacional.

Nesse mister, considerando que o objetivo do gestor é maximizar o valor da firma e que existem custos com o *disclosure*, parece haver um equilíbrio no qual a informação que aumenta o valor da empresa é divulgada de maneira voluntária; enquanto é omitida a informação que diminui sua credibilidade (VERRECCHIA, 1983). Esse cenário vai ao encontro do entendimento de que grandes corporações buscam legitimidade por meio de estratégias focadas em responsabilidade social corporativa numa abordagem contratual baseada na interdependência entre empresas e sociedade (MEYER; ROWAN, 1977; DIMAGGIO; POWELL, 1983).

Portanto, a distorção de propósito pelo emprego de gerenciamento da impressão cuja finalidade é mitigar o conflito de interesses com stakeholders engajados em questões socioambientais é apontada na literatura como um sinal da presença da assimetria informacional entre gestores e investidores (GIRÃO; MACHADO, 2013; SOLOMON; SOLOMON; JOSEPH; NORTON, 2013). Assim, diante de tal assimetria informacional, gestores podem distorcer a percepção de leitores de relatórios corporativos (usuários externos) sobre resultados organizacionais negativos com potencial de gerar conflitos de interesses com acionistas (GODFREY; MATHER; RAMSAY, 2003), antecipando-se a uma possível decisão de investimento prejudicial à empresa (MERKL-DAVIES; BRENNAN, 2011).

Nesse contexto em que se relacionam o disclosure e a necessidade de gestores reduzirem conflitos em busca de um status legitimado por stakeholders, este estudo busca compreender a dinâmica do uso do gerenciamento da impressão em relatórios de sustentabilidade e sua relação com o nível de assimetria informacional.

No âmbito desse problema, formula-se a seguinte questão de pesquisa: **como o gerenciamento da impressão aplicado ao disclosure em responsabilidade social corporativa se relaciona com o nível de assimetria informacional?**

1.2 OBJETIVOS DE PESQUISA

Em um contexto em que a legitimação é fundamento empresarial (FARIA; SAUERBRONN, 2008; FREEMAN, 2010), consideradas a ótica da teoria do disclosure (VERRECHIA, 1983; BAIMAN; VERRECHIA, 1996; BOTOSAN, 1997;

VERRECHIA, 2001; DYE, 2001; CHEYNEL, 2013) e a racionalidade calcada na Hipótese do Mercado Eficiente (HME), busca-se verificar como o emprego do gerenciamento da impressão (GI) constante de relatórios de sustentabilidade (D-CSR) influencia o nível de assimetria informacional (AI). Nível de assimetria informacional (AI) refere-se ao grau de assimetria informacional mensurado por meio de alguma proxy.

Tal objetivo de pesquisa é constituído pelos seguintes objetivos intermediários:

1) identificar e sistematizar as intersecções teórico-empíricas que explicam o uso do GI como ferramenta de maximização (minimização) de ações de gestão sustentável com consequências positivas (negativas);

2) com base na literatura que trata dos modelos de codificação e medição do nível de GI (BRENNAN, GUILLAMON-SAORIN; PIERCE, 2009; GUILLAMON-SAORIN; ISIDRO; MARQUES, 2017), propor modelo adaptado de medição do nível de GI aplicável a narrativa em D-CSR;

3) com base no modelo proposto, medir o nível de GI em D-CSR publicados por companhias da B3;

4) verificar a existência de relação entre GI aplicado ao D-CSR e AI;

5) compreender, com base na Teoria do Disclosure Voluntário (TDV) e na HME, o funcionamento da relação entre GI aplicado ao D-CSR e AI.

Para atingir tais objetivos, foi analisado o conteúdo narrativo do *disclosure* acerca da gestão em responsabilidade social corporativa emitido por empresas de capital aberto com ações negociadas na bolsa de valores brasileira (B3). Tal conteúdo é emitido, prioritariamente, em relatórios de sustentabilidade e, na falta desses, em relatórios anuais.

1.3 DESENVOLVIMENTO E DEFINIÇÃO DAS HIPÓTESES DE PESQUISA

Segundo Dye (2001), a teoria do disclosure encontra-se distribuída por pesquisas como as realizadas por Demski (1973), Demski (1974), Beaver e Demski (1979), Bromwich (1980), Verrecchia (1982), Diamond (1985), Dye (1985a), Dye (1985b), Dye e Verrecchia (1995), adotada neste estudo como a teoria de base contida nas hipóteses de pesquisa.

A teoria do *disclosure* aborda, sobretudo, o *disclosure* voluntário que, para Dye (2001), é um caso especial da teoria dos jogos com a seguinte premissa central: a entidade não divulgará informações que lhe sejam desfavoráveis. Na teoria do disclosure

voluntário (TDV), importa interpretar a omissão de parte ou totalidade da informação (Dye, 2001). Nesse contexto, a tentativa de o gestor reduzir o impacto de informações negativas por omissão em relatórios corporativos conduz o investidor a uma postura defensiva, prejudicando a eficiência de mercado (BRENNAN; MERKL-DAVIES, 2013).

Por outro lado, informações omitidas em relatórios chegam aos investidores por canais distintos ao *disclosure* corporativo (mídia geral e especializada, *insiders trader* etc) podendo transmitir insegurança ao seu processo de análise e decisão. Com isso, os investidores passam a agir cautelosamente em relação às informações e ao valor de mercado das empresas pela crença na existência de fatores ocultos com elevado potencial econômico negativo (GUILLAMON-SAORIN; ISIDRO; MARQUES, 2017).

Diante desse cenário e em se tratando de *disclosure* voluntário, o gestor pode preferir divulgar informações negativas a omiti-las e ficar à mercê da inferência de investidores (Verrechia, 1983). No entanto, ao divulgar tais informações negativas, gestores tentam reduzir o seu impacto por meio do GI (BRENNAN; GUILLAMON-SAORIN; PIERCE, 2009).

Tal comportamento incentiva a produção de informações que ferem o conceito de ‘representação fidedigna’ (RF) (IASB, 2018). Portanto, há uma intercessão conceitual entre o conceito de GI e o conjunto da TDV, especialmente, em se tratando da necessidade de o gestor divulgar a informação negativa sob pena de ser mal interpretado no caso de omiti-la. Nesse contexto, ao se contrapor às definições de GI e RF, conforme o Quadro 1, fica claro como o fenômeno impacta a qualidade da informação.

Quadro 1: Confrontação entre os conceitos de representação fidedigna e GI

Representação Fidedigna	Gerenciamento da Impressão
Caracteriza-se pela completude, neutralidade e ausência de erros (IASB, 2018). Completude trata a descrição que contém todas as informações necessárias para um usuário entender o fenômeno descrito. A neutralidade é a ausência de qualquer viés na informação. A ausência de erros exige que não haja omissões na descrição do fenômeno e o processo aplicado não contenha falhas de construção (IASB, 2018).	Empresas buscam valorizar sua imagem ou reduzir (neutralizar) o impacto de uma ação negativa de sua responsabilidade frente aos stakeholders de forma a preservar sua reputação e garantir sua legitimidade (Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce, 2009, Beattie, 2014, Boiral, 2016)

Fonte: Conforme referenciado no Quadro 1

O Quadro 1 demonstra que o emprego do GI fere a neutralidade e, portanto, vai de encontro ao conceito apregoado pelo IASB como característica fundamental da informação contábil. A motivação para se empregar o GI seria a manutenção da legitimidade frente a necessidade de divulgar informações negativas. A legitimidade é fonte de valor para a empresa e é um reflexo da reputação construída ao longo do tempo

(MEYER; ROWAN, 1977; DIMAGGIO; POWELL, 1983; FARIA; SAUERBRONN, 2008; FREEMAN, 2010).

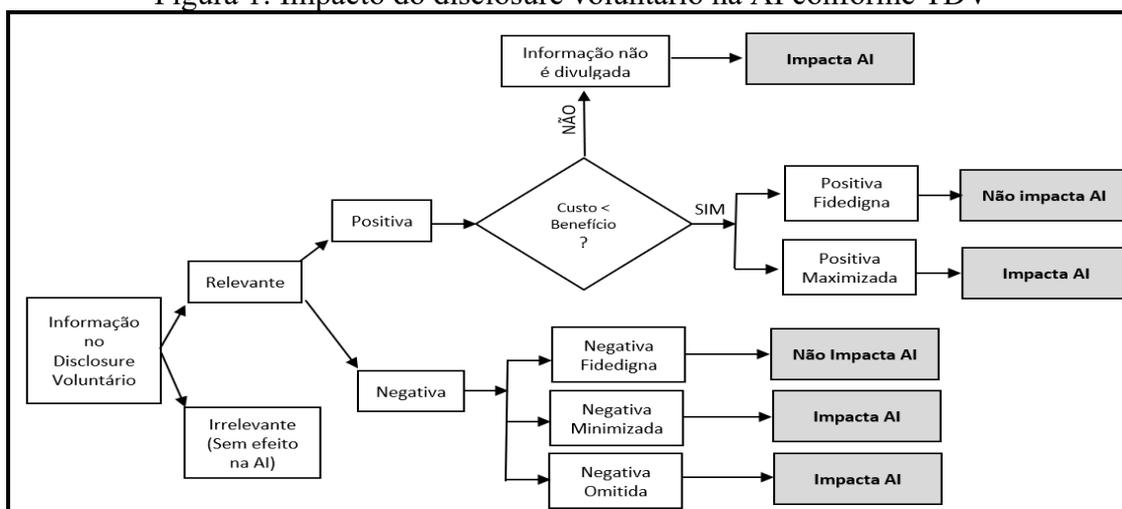
Portanto, a hipótese de pesquisa foi construída sob o possível impacto que a violação da RF pelo uso do GI representaria na qualidade do disclosure e, conseqüentemente, na AI. Aborda-se o emprego do GI no D-CSR, por haver evidências de que empresas fazem uso de tal técnica com o objetivo de mitigar conflitos (SOLOMON; SOLOMON; JOSEPH; NORTON, 2013; BOIRAL, 2016; DIOUF; BOIRAL, 2017).

Acerca da seletividade na escolha da informação a ser divulgada, oriunda da discricionariedade de gestores em proveito da imagem empresarial, a literatura sobre GI em disclosure voluntário argumenta que a decisão de incluir ou omitir pode contemplar a tentativa de manipular o usuário do relatório contábil (LEUNG; PARKER; COURTIS, 2015) o que reforçaria a hipótese de intencionalidade no emprego de GI.

Nesse viés, o gerenciamento proativo de impressões focaria eventos futuros previsíveis, atuando em um modo calculado antecipadamente. Por sua vez, o gerenciamento da impressão reativo se referiria a um processo intencionalmente preparado de explicações *ex post* de resultados ou eventos organizacionais com vistas a minimizar/maximizar seus impactos no usuário (AERTS, 2005).

Portanto, conforme Aerts (2005) e Leung, Parker e Courtis (2015), informações positivas (negativas) podem ser distorcidas intencionalmente de forma a maximizar (minimizar) seu impacto na reputação corporativa (RC), interferindo diretamente no nível de AI. A RC representa a percepção dos *stakeholders* sobre a empresa que é refletida na transparência e credibilidade e na forma como reporta seu comportamento (CARDOSO; DE LUCCA; GALLON; 2014). A Figura 1 busca resumir graficamente, considerada a TDV e a necessidade de preservação da RC, como a informação no *disclosure* voluntário impacta a AI.

Figura 1: Impacto do disclosure voluntário na AI conforme TDV



Fonte: Baseado em Verrecchia (1983), Verrecchia (2001), Dye (2001), Hirshleifer e Teoh (2003), Aerts (2005), Cruz e Lima (2010), Michelon (2011) e Leung, Parker e Courtis (2015)

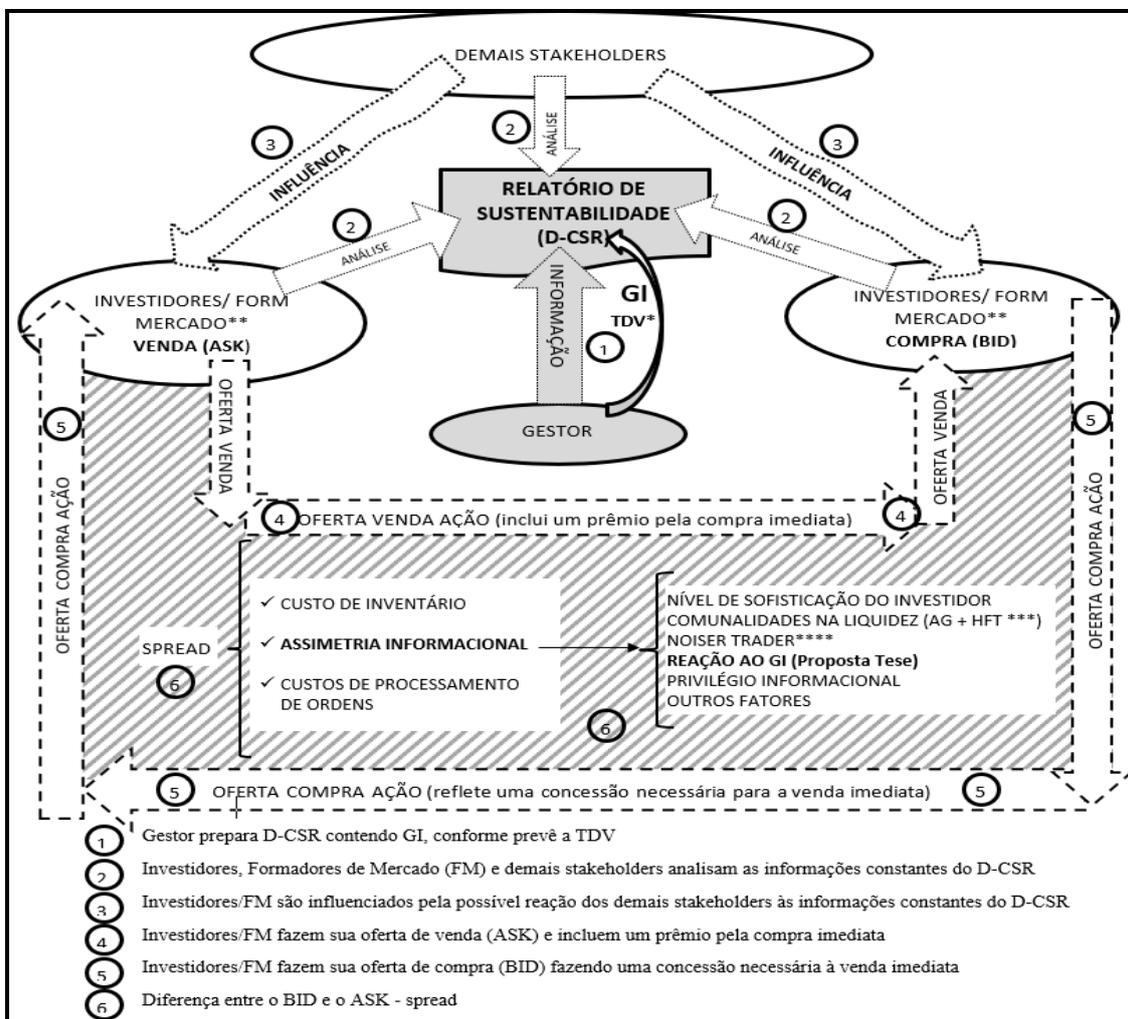
A Figura 1 qualifica a informação em relevante e irrelevante conforme suas características fundamentais (IASB, 2018). A informação irrelevante é descartável por sua natureza inócua no processo decisório do investidor. A informação relevante pode ter característica positiva ou negativa no processo decisório. As informações relevantes positivas ou negativas fidedignamente representadas são livres de vieses e, portanto, não carregam, em tese, nenhum desnível (assimetria) entre quem a gerou (gestor) e quem a recebe (investidor). Portanto, nesse caso, não há assimetria informacional entre gestor e investidor.

Por outro lado, uma informação viesada (maximizada ou minimizada) carrega em si um determinado desnível cognitivo entre gestor e investidor sobre a real posição econômico-financeira da empresa. O gestor modifica o real teor da informação gerando um desnível entre ele (quem divulga) e o investidor (quem recebe a informação). Esse desnível é a assimetria informacional (AI) existente entre gestor e investidor que é espelhada pela diferença entre o preço ofertado (vendedor) e o preço demandado (comprador) pela ação (DEMSETZ, 1968).

Em outras palavras, se há menos assimetria informacional entre quem compra e quem vende, há menos alternativa negocial, o que, por sua vez, implica uma diferença menor entre a oferta de compra e de venda da ação (LEUZ; VERRECHIA, 2000). Nesse sentido, um D-CSR constituído de mais GI sinalizaria aos compradores a tentativa de minimizar informações negativas e/ou maximizar informações positivas, levando-os a buscar alternativas com menos GI, reduzindo o valor da oferta de compra e aumentando o spread para a oferta de venda. A Figura 2 esquematiza a participação dos players na

constituição do spread considerada a produção de relatório de sustentabilidade contendo GI.

Figura 2: O GI situado no processo de disclosure em CSR e seu impacto no spread



Fonte: Construído com base em Verrecchia (1983); Glosten e Milgrom, (1985), Glosten e Harris (1988), Kim e Verrecchia 1994; Freeman (1994); O'Hara (1997); O'Hara (2015); Neu, Warsame e Pedwell (1998); Verrecchia (2001); Perlin (2013); Brennan e Merkl-Davies (2013); IASB (2018); Ramos e Perlin (2020). *TDV- teoria do disclosure voluntário. **Formador de Mercado-formador de mercado é uma pessoa jurídica, devidamente cadastrada na B3, cuja missão principal é manter a liquidez das ações e que se submete às mesmas regras de compra e venda a que se submetem os investidores (B3, 2019). ***AG + HFT- algorithmic trading e high frequency trading são investidores transacionando através de tecnologia da informação em alta frequência (O'Hara, 2015), empregando algoritmos para fazer automaticamente certas negociações, enviar pedidos e gerenciá-los após o envio (Hendershott, Jones e Menkveld, 2011). ****Noiser Traders – investidores que tomam decisões de compra ou venda baseadas em conceitos/fatores ineficazes que não lhes darão melhores retornos do que escolhas aleatórias (O'Hara, 1997).

Na ação de número 1, o gestor produz a informação constante do D-CSR e, conforme a TDV, é portadora de GI. O número 2 apresenta os usuários desse relatório analisando as informações em seu processo decisório. Em 3, considerada a busca por legitimação e manutenção/aquisição da reputação corporativa, investidores e formadores

de mercado (FM) recebem influência da percepção dos demais stakeholders em seus processos de tomada de decisão. Investidores e FM possuidores da ação a que se refere o D-CSR divulgado fazem suas ofertas de venda no número 4; enquanto em 5, outros investidores e FM apresentam suas ofertas de compra. A área hachurada e representada pelo número 6 indica a diferença entre as ofertas de compra e venda (spread).

Portanto, a Figura 2 apresenta o efeito entre investidores (vendedor e comprador) do disclosure em sustentabilidade (D-CSR) e os componentes do spread. O gestor produz informações sobre as ações em CSR carregadas de algum nível de GI que impacta o spread (NEU; WARSAME; PEDWELL, 1998). O GI é um dos causadores da AI que compõe o spread juntamente com o custo de inventário e os custos de processamento de ordens de compra e venda (GLOSTEN; MILGROM, 1985). Assim, o objeto de estudo (GI) é um dentre outras causas da AI que juntamente com os custos de inventário e processamento compõem o spread.

Por sua vez, conforme a hipótese do mercado eficiente (HME), todos os participantes do mercado teriam expectativas racionais sobre os retornos futuros, o que implicaria, em média, que o mercado seria capaz de perceber o viés constante do disclosure (FAMA, 1991). Assim, para Baginski, Hassell e Hillison (2000), os que negam o GI como ferramenta minimizadora/maximizadora pressupõe que gestores não têm incentivos econômicos para empregarem-na, pois são remunerados com base no preço das ações e, conforme a HME, tal emprego levaria a um custo de capital mais alto e a um desempenho reduzido do preço dessas ações.

No entanto, Merkl-Davies e Brennan (2011) consideram reducionista e distante da realidade humana a perspectiva econômico-racional em cujo processo decisório do investidor baseia-se exclusivamente na maximização da própria utilidade. Conforme a Teoria dos Stakeholders, investidores levam em conta a percepção de stakeholders em geral em função de fatores distintos da maximização da própria utilidade (Freeman, 2004). As autoras indicam outras abordagens, além da econômica (racional) para se compreender a reação do investidor ao emprego da GI no disclosure: comportamental (racionalidade instrumental), sociológica (racionalidade substantiva) e crítica (racionalidade como construto social).

Nesse contexto, considerado o comportamento do gestor conforme a TDV e o estudo da relação entre o nível de GI encontrado no D-CSR e o nível de AI, busca-se compreender, com base na Hipótese do Mercado Eficiente (HME), a reação dos

investidores a partir da racionalidade instrumental. Conforme Merkl-Davies e Brennan (2011), a racionalidade instrumental contempla a racionalidade econômica e a racionalidade limitada.

Para isso, faz-se necessário medir o nível de gerenciamento de impressão que, conforme Clatworthy e Jones (2003), não pode ser observado diretamente nas narrativas contábeis. No entanto, é possível observar práticas ou tendências de divulgação que são consistentes com o emprego do GI, suportando a visão de que os gerentes empregam a narrativa em favor de sua gestão, em vez de relatar o desempenho de forma imparcial. Assim, considerando:

(i) que para a literatura acerca da TDV os gestores apenas evidenciarão informações positivas cujo benefício por sua divulgação supera o seu custo de produção de informações negativas cujo impacto possa ser minimizado (VERRECHIA, 1983; LEUZ; VERRECCHIA, 2000);

(ii) que a literatura sobre TDV combinada a abordagem da racionalidade instrumental (econômica e limitada) indica o comportamento reativo negativo de investidores em relação a omissão de informações negativas no disclosure (VERRECHIA, 1983; LEUZ; VERRECCHIA, 2000);

(iii) que diante de resultados organizacionais negativos geradores de conflitos de interesse entre gestores e acionistas, os gestores podem distorcer “as percepções dos leitores sobre as realizações corporativas” (GODFREY; MATHER; RAMSAY, 2003) por meio da ofuscação de falhas e ênfase de sucessos (ADELBERG, 1979);

(iv) haver evidências de o nível de GI relacionar-se ao comportamento oportunístico de gestores por meio do disclosure, gerando um aumento no spread entre oferta de compra e de venda de ações, conforme Brennan e Merkl-Davies (2013) e Leung, Parker e Curtis (2015);

(v) haver evidências de a performance em ações de responsabilidade social corporativa relacionar-se negativamente com o nível de AI, conforme Cho, Lee e Pfeiffer (2013), Lu e Chueh (2015) e Cui, Jo e Na (2018) e de que em momento subsequente ao disclosure de relatórios de sustentabilidade há redução da assimetria informacional, conforme Xu e Liu (2018);

(vi) que investidores reagem à divulgação de novas informações sobre o desempenho social corporativo responsável de empresas (KLASSEN; MCLAUGHLIN, 1996; KONAR; COHEN, 1997); e

(vii) a evidência de que o nível de AI se amplifica após o anúncio de resultados (anual e trimestral) conforme Lee, Mucklow e Ready (1993); é formulada a seguinte hipótese principal de pesquisa:

H1) há relação positiva e significativa entre assimetria informacional (AI) e nível de gerenciamento da impressão no disclosure em responsabilidade social corporativa (GI_D-CSR) por ocasião da divulgação de relatórios de sustentabilidade e de resultados anuais e/ou trimestrais em função de investidores, interpretarem a presença desse fenômeno (GI_D-CSR) como tentativa de manipulação com objetivo de reduzir (aumentar) o impacto negativo (positivo) de externalidades (ações sustentáveis) na imagem da empresa.

A confirmação de H1 neste estudo trará evidências acerca da hipótese subjacente de que o GI é uma violação da representação fidedigna que é uma característica fundamental da informação contábil IASB (2018), conforme Quadro 1.

Por outro lado, considerando haver evidências de que especialistas em investimentos não subordinam suas decisões de investimento ao emprego do GI em relatórios de sustentabilidade (SOLOMON et al., 2013; DIOULF; BOIRAL, 2017), o investidor não reagiria à presença do GI. Nesse caso, não haveria relação entre AI e GI_D-CSR por esse fenômeno ser ignorado por investidores por ocasião da divulgação de relatórios de sustentabilidade e/ou de resultados.

Considerando, ainda, evidências de que investidores acolhem informações codificadas como GI em relatórios contábeis por as perceberem como informações incrementais, conforme Merkl-Davies e Brennan (2011), a relação entre AI e GI_DCSR seria negativa.

1.4 ORIGINALIDADE, JUSTIFICATIVA E INOVAÇÃO

Esta pesquisa se insere no contexto de estudos que buscaram relacionar a qualidade da divulgação dos atos e fatos de gestão em empresas de capital aberto e o nível de assimetria informacional (AI). Distingue-se dos raros estudos que abordam a relação entre qualidade do disclosure em responsabilidade social corporativa e AI (MARTÍNEZ-FERRERO; RUIZ-CANO; GARCÍA-SÁNCHEZ, 2016; BORGHEI; LEUNG; GUTHRIE, 2018), por ocupar-se em estudar o efeito do gerenciamento da impressão na AI.

Neste estudo, foca-se no emprego do GI por meio da narrativa. Para Beattie (2014), entender o papel da narrativa em um ambiente de informações cada vez mais rico e complexo de relatórios externos é um desafio para a pesquisa contábil. Nesse contexto de foco na narrativa contábil, a autora observa a incidência de amplo debate metodológico na agenda de pesquisa em contabilidade, porém com pouca ênfase sobre o disclosure em responsabilidade social corporativa (D-CSR) (BEATTIE, 2014).

Pesquisas em contabilidade que tratam especificamente o GI em narrativa contábil relacionado à publicação de informações acerca das ações da gestão em sustentabilidade são escassas. Hooghiemstra (2000), Boiral (2013), Solomon *et al.* (2013), Boiral (2016) e Diouf e Boiral (2017) sugerem em suas pesquisas que empresas utilizaram o D-CSR de forma enganosa com o objetivo de legitimar-se diante do público, camuflando problemas reais de desenvolvimento sustentável e projetando uma visão idealizada e falsa da situação das empresas.

Tais pesquisas empregaram como método de coleta de dados a análise de conteúdo ou a entrevista e a análise de tais dados deu-se por meio da estatística descritiva ou da simples descrição e análise das entrevistas. Nenhuma das referidas pesquisas buscou evidências acerca do emprego de GI constante do D-CSR impactar investidores em um conjunto de dados que contemple o disclosure sistemático de um número significativo de empresas ao longo de determinado período. Também, não sistematizaram em uma lógica teórica a origem da ocorrência de tal fenômeno.

Nenhum dos estudos abordou empresas com ações negociadas em mercados de países em desenvolvimento, como o brasileiro. Países em desenvolvimento buscam adequar-se à agenda 2030 (ONU, 2015) com vistas a atraírem capitais oriundos de centros desenvolvidos. Ainda, agrega-se a outros estudos (MACHADO; SILVA, 2017; SILVA, 2018) que incluem a língua portuguesa no contexto de estudos acerca da narrativa contábil.

Nesse contexto, este estudo justifica-se e inova ao ocupar tal lacuna e buscar evidências que esclareçam acerca do emprego de GI em D-CSR afetar a reação de investidores espelhada no *bid-ask-spread*. Portanto, é relevante por buscar inferir através de dados quantitativos e explicá-la em um país em desenvolvimento com um mercado de capitais que busca se adequar a um contexto mais integrado com o meio ambiente e a sociedade.

Outra contribuição que o diferencia, é a adaptação do modelo de codificação e mensuração do nível agregado de GI construído por Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009) para aplicação na narrativa em relatórios de sustentabilidade. Modelos de GI em narrativa que agregam mais de uma técnica são raros (CLATWORTHY; JONES, 2003; BRENNAN; GUILLAMON-SAORIN; PIERCE, 2009; GUILLAMON-SAORIN; BRENNAN; PIERCE, 2017) e sua importância reside no fato de capturarem de forma integrada o nível de GI constante do disclosure. Tal medida importa pela capacidade de sintetizar em um índice comparável entre distintos relatórios um fenômeno presente no disclosure que afeta a representação fidedigna da comunicação da empresa com o público externo.

1.5 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA

O D-CSR é o objeto de pesquisa, delimitado ao relatório de sustentabilidade, emitido por empresas de capital aberto com ações negociadas na bolsa brasileira (B3). Para a Global Report Initiative (GRI), relatório de sustentabilidade é um termo amplo considerado sinônimo de outros relatórios (relatório anual, relatório de responsabilidade social empresarial, balanço social, relatório integrado etc) cujo objetivo é descrever os impactos econômicos, ambientais e sociais (*triple bottom line*) de uma organização (GRI, 2011).

Nesse sentido, relatórios de sustentabilidade, adotando ou não o modelo GRI, são projetados para as organizações relatarem seus impactos na economia, meio ambiente e/ou sociedade (GRI, 2016). Essa pesquisa delimitou-se a estudar o GI aplicado aos impactos das atividades corporativas na sociedade e no meio ambiente, portanto não aborda a dimensão econômica. Em relação à dimensão social, estuda o GI exclusivamente no que se refere aos programas sociais voltados para fora da empresa, ou seja, exclui os programas sociais que tratam dos stakeholders internos (funcionários e fornecedores).

Elencou-se os relatórios de sustentabilidade publicados a partir de 2016 por incorporarem estratégias constantes dos ‘Objetivos Globais para o Desenvolvimento Sustentável/Agenda 2030’ conduzido pela Organização das Nações Unidas (ONU) a partir de 2015 (ONU, 2020). Espera-se que tal delimitação temporal traga ao estudo um padrão comum de busca da sustentabilidade para todas as empresas, evitando-se incidir em vieses acerca do conceito de responsabilidade social corporativa.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 GERENCIAMENTO DA IMPRESSÃO E A TEORIA DO DISCLOSURE VOLUNTÁRIO

O gerenciamento da impressão (GI) incide no componente contábil do processo de prestação de contas, de forma a manifestar estratégias adotadas pela administração com a finalidade de apresentar uma versão dos eventos econômicos que possibilite recompensas sociais e materiais e, também, evitar sanções (MERKL-DAVIES; BRENNAN; MCLEAY, 2011).

Para Aerts (2005) o contexto de prestação de contas por meio de relatórios anuais corporativos demanda que os gestores, ao elaborá-los, produzam sentido organizacional aos eventos econômicos já decorridos. Para o autor, trata-se de um processo intencional de explicações *ex post* com vistas a minimizar/maximizar seus impactos no usuário da informação (AERTS, 2005).

Assim, como a narrativa documental corporativa descreve o processo decisório administrativo e reflete o desempenho gerencial, os gestores de uma companhia podem ser demandados a mitigarem, por meio do GI, as consequências indesejáveis da publicação de informações organizacionais. É possível moderar o teor e os efeitos de tais documentos por meio de relatórios elaborados por analistas que apontem particularidades como classificações de crédito desfavoráveis, movimentos negativos no preço das ações e perda de apoio de stakeholders (MERKL-DAVIES; BRENNAN; MCLEAY, 2011). Dessa forma, busca-se valorizar a imagem da empresa ou reduzir (neutralizar) o impacto de uma ação negativa de sua responsabilidade frente aos stakeholders e shareholders, de modo a preservar a sua reputação e garantir a legitimidade de seus processos (BRENNAN; GUILLAMON-SAORIN; PIERCE, 2009; BEATTIE, 2014; BOIRAL, 2016).

O emprego do GI no âmbito das corporações pode ser feito utilizando-se diferentes recursos, dentre eles, os relatórios corporativos e outros meios de divulgação como a imprensa e a mídia em geral, podendo ser uma prática realizada conscientemente (com um propósito específico) ou inconscientemente (BRENNAN; DALY; HARRINGTON, 2010, BRENNAN; MERKL-DAVIES; BEELITZ, 2013, BRENNAN; MERKL-DAVIES, 2013, BRENNAN; MERKL-DAVIES, 2014). Além de relatórios financeiros obrigatórios (e.g.: relatórios trimestrais e anuais), pode acontecer de os

gestores possuem outras informações adicionais úteis, cuja divulgação não seja obrigatória, importando saber em quais circunstâncias devem divulgar ou reter tais informações (VERRECHIA, 2001).

Para Merkl-Davies e Brennan (2007), há cinco teorias capazes de sustentar a pesquisa, no sentido de explicar o contexto por trás do comportamento do gestor em suas escolhas de divulgação das informações corporativas: Teoria da Agência, Teoria da Sinalização, Teoria da Legitimidade, Teoria dos Stakeholders e Teoria Institucional. Na Teoria da Agência e na Teoria da Sinalização, o público-alvo do disclosure é o investidor; já nas demais: Legitimidade, Stakeholders, e Institucional, o foco é mais amplo, abrangendo a sociedade e os stakeholders (incluídos os acionistas) (MERKL-DAVIES; BRENNAN, 2007).

Conforme Baginski, Hassell e Hillison (2000), duas escolas de pensamento apoiam-se na Teoria da Agência para fundamentar o seu propósito: a incremental e a do GI. Na primeira, com o intuito de obter aumento de remuneração e alcançar metas, gestores fornecem informações discricionárias com o objetivo de reduzir o custo do capital e melhorar o desempenho das ações da empresa. Na segunda, conforme Adelberg (1979) e Aerts (2005), gestores ofuscam falhas e ressaltam o desempenho com o intuito de atingir metas contratadas pelo principal e obter benefícios econômicos. Para Merkl-Davies e Brennan (2007), a teoria da agência domina o campo de pesquisa do GI.

A Teoria da Sinalização emprega os mesmos critérios atribucionais da Teoria da Agência, porém concentrados em empresas com bom desempenho. Gestores, com foco nos acionistas, sinalizam essa superioridade por meio de maior transparência na divulgação e apresentação de informações. Na Sinalização, diferentemente da Teoria da Agência, o objetivo principal do que é sinalizado é a percepção dos destinatários da informação acerca do desempenho da empresa e não, apenas, descrever as metas pessoais ambicionadas pelos gestores (MERKL-DAVIES; BRENNAN, 2007).

A Teoria da Legitimidade é utilizada sobretudo no disclosure social e ambiental abordando a divulgação dos resultados como uma resposta à pressão pública (HOOGHIEMSTRA, 2000). Este enfoque compreende a empresa como um ente envolvido em um contrato social tendo a sociedade como a parte contrária. Desse modo, a sobrevivência empresarial depende, em parte, da capacidade da empresa de operar dentro dos limites das normas sociais. Nesse caso, o GI tem sido aplicado como uma

ferramenta explicativa para analisar as reações corporativas diante de ameaças à sua legitimidade (MERKL-DAVIES, BRENNAN, 2007).

Em uma abordagem similar à da Teoria da Legitimidade, com uma visão que vai além dos interesses dos acionistas, a Teoria Institucional pressupõe que as empresas se conformarão às expectativas organizacionais ao adotar normas institucionais. Por esta senda, presume-se que os gestores elaborem seus relatórios corporativos de modo a atender às pressões institucionais. Faria e Sauerbronn (2008) entendem que o planejamento estratégico corporativo deve considerar a CSR como parte da planificação empresarial, institucionalizando tal processo com objetivo de lograr legitimidade junto à sociedade. Essa abordagem baseia-se no argumento de que o ambiente externo não deve ser visto sob a perspectiva tradicional a qual preceitua a eficiência como o critério a ser perseguido, porém salientando que o cenário corporativo deve ser compreendido e analisado sob uma perspectiva institucional a qual privilegia questões de legitimação e de sobrevivência (FARIA; SAUERBRONN, 2008).

Nesse contexto, por força das pressões sociais, as corporações são obrigadas a amoldarem-se aos critérios de racionalidade do meio onde estão inseridas, o que as obriga a adotarem procedimentos tidos como racionais para serem percebidas como legítimas. Isso aumenta suas chances de sobrevivência (MEYER; ROWAN, 1977; DIMAGGIO; POWELL, 1983). Como consequência desse modelo de gestão, grandes corporações passaram a buscar a recuperação de legitimidade e reputação por meio de estratégias focadas em CSR em uma abordagem contratual baseada na interdependência entre empresas e sociedade. Por conseguinte, espera-se que a sociedade construa expectativas quanto ao comportamento e aos resultados das corporações (FARIA; SAUERBRONN, 2008).

A Teoria dos Stakeholders é semelhante à da Legitimidade no sentido de que ambas consideram os relatórios corporativos como uma resposta às demandas e expectativas de várias partes interessadas (além dos acionistas) no processo produtivo empresarial, tais como funcionários, clientes, agências governamentais, grupos de lobby, comunidades locais etc (FREEMAN, 2010).

Merkel-Davies e Brennan (2011) reestruturam a forma como compreendem o contexto da atuação do gestor no GI, conforme demonstrado no Quadro 2. Nessa reformulação, as autoras indicam quatro perspectivas para abordagem do comportamento

do dirigente empresarial ao aplicar o gerenciamento da impressão: a econômica, a social-psicológica, a sociológica e a crítica.

Quadro 2: Perspectivas do gestor no gerenciamento de impressões

Perspectivas e teorias subjacentes	Perspectiva Predominante		Perspectivas Alternativas				
	Econômica: Teoria da Agência		Psicologia Social e Cognitiva: Teoria Atribucional		Sociológica: Teoria da Legitimidade, Teoria dos Stakeholders e Teoria Institucional	Teorias Críticas	
Tipo de racionalidade	Racionalidade Econômica		Racionalidade Instrumental		Racionalidade Retrospectiva	Racionalidade Substantiva	Racionalidade como construto social
Determinantes	Assimetria Informacional (AI)		Antecipação à reação dos usuários do disclosure	Excesso de confiança dos gestores	Accountability	Inconsistência entre o comportamento da empresa e valores atuais	Inconsistência entre processo decisório da empresa e normas sociais acerca de processo decisório
Motivação	Informacional: aprimorar a tomada de decisão (redução do custo de capital)	Oportunística: confundir investidor (aumentar compensação)	Autobenefício: prevenção contra o impacto de informações negativas	Egocentrismo: evitar dissonância cognitiva	Obter controle sobre o mundo social	Estratégica: (re)estabelecer a legitimidade organizacional	Ideológica: evitar interferências
Consequências	Informação Incremental	Gerenciamento da Impressão (GI)	GI	Arrogância	Sentido retrospectivo	GI	GI
Conceitos de GI		Viés no disclosure	Viés em benefício próprio			Gestão simbólica	Racionalidade retrospectiva e retórica contábil

Fonte: Merkl-Davies e Brennan (2011), p. 417.

A perspectiva econômica, alicerçada na Teoria da Agência, predomina nos estudos sobre emprego do GI no disclosure, conforme explicitado anteriormente, com base em Merkl-Davies e Brennan (2009). Para Godfrey, Mather e Ramsay (2003), na perspectiva econômica, o GI é uma vertente da literatura sobre disclosure. Tais abordagens estão subdivididas, levando em consideração os tipos de racionalidade incorporados pelo gestor ao empregar GI. Na racionalidade econômica ou pura, o gestor emprega GI para maximizar sua utilidade com objetivo de aumentar sua própria remuneração na forma de salário e bônus (MERKL-DAVIES; BRENNAN, 2011).

A perspectiva sociopsicológica contempla dois tipos de racionalidades: instrumental e retrospectiva. Na instrumental ou racionalidade dos meios, conforme Tomer (2008), estão embutidas as racionalidades econômica e limitada (MERKL-DAVIES; BRENNAN, 2011). Cabe ressaltar que a modalidade econômica foi conceituada no parágrafo anterior. Quanto à limitada, esta apresenta o gestor como um agente que, ao reconhecer suas limitações cognitivas, toma suas decisões com base em fragmentos informacionais representativos de um quadro geral formulado pelo próprio agente (MERKL-DAVIES; BRENNAN, 2011).

Na formação desse quadro geral, o dirigente pode ter uma visão distorcida dos fatos e, com isso, colocar-se no centro do processo decisório, assumindo uma postura egocêntrica caracterizada pela arrogância (excesso de confiança), o que leva a uma interpretação equivocada do teor das informações. Pode, ainda, ao perseguir a devida accountability, empregar a racionalidade retrospectiva para mascarar os dados com vistas a controlar ou viesar a análise dos stakeholders (MERKL-DAVIES; BRENNAN, 2011).

Na perspectiva sociológica, Merkl-Davies e Brennan (2011) baseiam-se nas Teorias da Legitimidade, dos Stakeholders e Institucional, valendo-se de suas próprias abordagens anteriores (MERKL-DAVIES; BRENNAN, 2009), atribuindo esta postura a um tipo de racionalidade substantiva. Ao empregar a racionalidade substantiva, o gestor terá uma percepção holística da empresa. Desse modo, perceberá se a corporação está enquadrada em um sistema de valores amplos, comuns aos interesses da sociedade. Nesse contexto, a empresa busca legitimar-se e o gestor emprega o GI a partir de uma perspectiva simbólica (MERKL-DAVIES; BRENNAN, 2011).

Por fim, com o intuito de evitar interferências externas de cunho ideológico que possam afetar a administração, gestores empregam GI por meio de um modelo retrospectivo e com uso da retórica. Ao adotar a perspectiva crítica, estes profissionais evitam que as inconsistências entre o processo decisório empresarial e as normas sociais tornem-se problemas. Aqui, valem-se também do emprego do GI (MERKL-DAVIES; BRENNAN, 2011).

Outra forma de buscar compreender o processo segundo o qual ocorre a produção do disclosure com emprego de GI por parte do gestor é com base na teoria do disclosure. Verrechia (2001) sugere três abordagens de pesquisa em disclosure: (i) baseada em associação (*association-based disclosure*) que visa apenas o impacto agregado externo (exógeno) com foco nos investidores, sob a ótica do comportamento dos preços, preocupada em manter o equilíbrio de ativos e do volume de negociação; (ii) baseada na eficiência (*efficiency-based disclosure*) cuja característica é a escolha interna (endógena) do melhor modelo de disclosure (eficiente) capaz de reduzir o custo de capital sem revelar aos concorrentes informações proprietárias; e (iii) baseada no poder discricionário de gestores/empresas (*discretionary-based disclosure*), portanto uma abordagem endógena, caracterizada por considerar as motivações dos gerentes e/ou das empresas quanto à divulgação de informações de conhecimento interno.

Dye (2001), ao avaliar as três abordagens propostas por Verrechia (2001), sugere que os modelos endógenos de divulgação de informações (discricionário e baseado na eficiência) sejam a base literária para o entendimento sobre disclosure e indica a necessidade de considerar a interação entre disclosure obrigatório e voluntário, pois esse pode incentivar o aumento daquele, gerando mais custos. Ainda, para Dye (2001), o modelo de Verrechia (2001), baseado em eficiência, afasta-se da realidade ao impor que

o preço de venda do produto comporte-se linearmente em relação à variação no volume total de vendas (DYE, 2001).

No que tange especificamente aos métodos e técnicas empregados por gestores no GI, por ocasião do disclosure, há sete abordagens possíveis resultantes de pesquisas já realizadas sobre esse fenômeno (retórica, sintática, seletiva, comparativa, da atribuição, temática e enfática). Tais interpretações são classificadas em dois tipos: qualitativas (aplicadas a palavras ou imagens) ou quantitativas (aplicadas a números). Alguns desses enfoques podem ser empregados a ambos os tipos (palavras, imagens ou números), outros somente a números e existem aqueles que aplicam-se somente a palavras e imagens (BRENANN; GUILLAMON-SAORIN; PIERCE, 2009).

A análise sintática é a abordagem mais utilizada em estudos da narrativa em contabilidade (BRENANN; GUILLAMON-SAORIN; PIERCE, 2009). Grande parte dessa interpretação é motivada pela suposição de que os gerentes usam a linguagem para ofuscar o desempenho corporativo, especialmente quando o resultado é negativo (hipótese da ofuscação). A explicação para este caso é que o desempenho negativo deve ser relatado em uma linguagem de difícil interpretação, ou seja, com menor legibilidade (BRENANN; GUILLAMON-SAORIN; PIERCE, 2009).

Grande parte dos estudos que investigam o GI por meio da legibilidade examina a relação entre o nível de legibilidade e o desempenho da empresa (JONES, 1988; CLATWORTHY; JONES, 2001). Lo, Ramos e Rogo (2017), por exemplo, em seus estudos, encontraram evidências da relação positiva entre legibilidade e gerenciamento de resultados.

A abordagem retórica parte da premissa de que o gestor utiliza termos e vocábulos de difícil compreensão e usa recursos retóricos na elaboração de seus relatórios com a finalidade de ocultar o desempenho negativo da empresa. A retórica é a arte de usar a linguagem de modo a persuadir ou influenciar outrem. Portanto, nesse enfoque a empresa vale-se da linguística para dissimular o significado de seus resultados e persuadir o leitor em relação à narrativa contábil (BRENNAN; MERKL-DAVIES; BEELITZ, 2013; BEATTIE, 2014).

Na abordagem seletiva, gestores valem-se de seu poder discricionário para selecionar informações, de modo que o teor da mensagem apresente o melhor desempenho para a empresa (BRENNAN, GUILLAMON-SAORIN; PIERCE, 2009). A interpretação seletiva utiliza-se predominantemente de gráficos de forma a evidenciar

estatisticamente a posição favorável da empresa (JONES, 2011; CHO; MICHELON; PATTEN, 2012; BRENNAN; MERKEL-DAVIES, 2014). Mas, ela também é demonstrada através da narrativa contábil (Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce, 2009; Brennan, & Merkel-Davies, 2014).

No benchmarking, são selecionados casos de outras empresas ou da própria companhia, referentes a exercícios anteriores, que retratam de forma comparativa o desempenho atual situando-a na melhor posição possível, levando o leitor a ter uma perspectiva positiva de seus resultados, mesmo em um contexto real negativo (BRENNAN; GUILLAMON-SAORIN; PIERCE, 2009).

Estudos sobre este modo de elaboração de relatórios investigaram o uso seletivo do benchmarking para realçar mudanças positivas nos lucros (SCHRAND; WALTHER, 2000; CASSAR, 2001). Short e Palmer (2003) verificaram uma preferência pelo uso de referentes internos (85%) em comparação aos referentes externos (15%) para avaliar o desempenho empresarial. Por outro lado, descobriram que empresas de grande porte e que apresentam bons resultados em seus demonstrativos contábeis usam mais referências externas em suas comparações do que empresas pequenas e de baixo desempenho (SHORT; PALMER, 2003).

Na abordagem temática (entonação, *tone*, sentimento textual), utiliza-se da frequência de palavras ou enunciados com conotação positiva ou negativa a fim de conduzir a perspectiva do leitor (BRENNAN; GUILLAMON-SAORIN; PIERCE, 2009). As palavras utilizadas podem exprimir um tom otimista (positivo), um tom pessimista (negativo) ou um tom neutro, conforme os termos utilizados no processo de comunicação. Pesquisas sobre o sentimento textual em finanças investigam os efeitos que o tom linguístico provoca no mercado financeiro (MACHADO; SILVA, 2017).

Com o objetivo de analisar o efeito da entonação das palavras, Loughran e McDonald (2011) criaram um dicionário específico ('dicionário L&M') para aplicação nas pesquisas em finanças, baseando-se no glossário produzido pelos acadêmicos de psicologia da Universidade de Harvard. Os autores concluíram, com este estudo, que cerca de 75% das palavras negativas constantes do dicionário de Harvard não tinham o mesmo sentido quando empregadas no contexto financeiro dos relatórios específicos objetos da pesquisa (10-K) (LOUGHRAN; MCDONALD, 2011).

Silva (2018), com base no 'dicionário L&M', elaborou o primeiro dicionário em português com as características linguísticas usadas no Brasil para ser aplicado ao estudo

do sentimento textual na narrativa financeira. Foram identificadas 453 palavras com tom positivo e 3.152 negativas, o que possibilitou investigar o impacto do sentimento textual das notícias financeiras veiculadas pela mídia (Jornal Valor Econômico) sobre o comportamento dos preços no mercado acionário brasileiro (SILVA, 2018).

Na abordagem enfática (ou apresentação visual para Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009) e *vividness* para Beattie (2014)), empregam-se técnicas de apresentação da informação contábil visando potencializar o seu teor e aumentar a chance de torná-la mais evidente aos olhos dos leitores. Elementos visuais, como destaque gráfico, títulos, listas com marcadores ou numeradas, cor, sombreado, logotipos, itálico e negrito podem prenunciar uma ideia ou reforçar pontos-chave (BRENANN; GUILLAMON-SAORIN; PIERCE, 2009; BEATTIE, 2014).

Outra forma de dar ênfase é por meio da repetição. Para Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009), a repetição de uma sentença, mesmo usando palavras diferentes e desde que expresse o mesmo significado, é uma forma de enfatização.

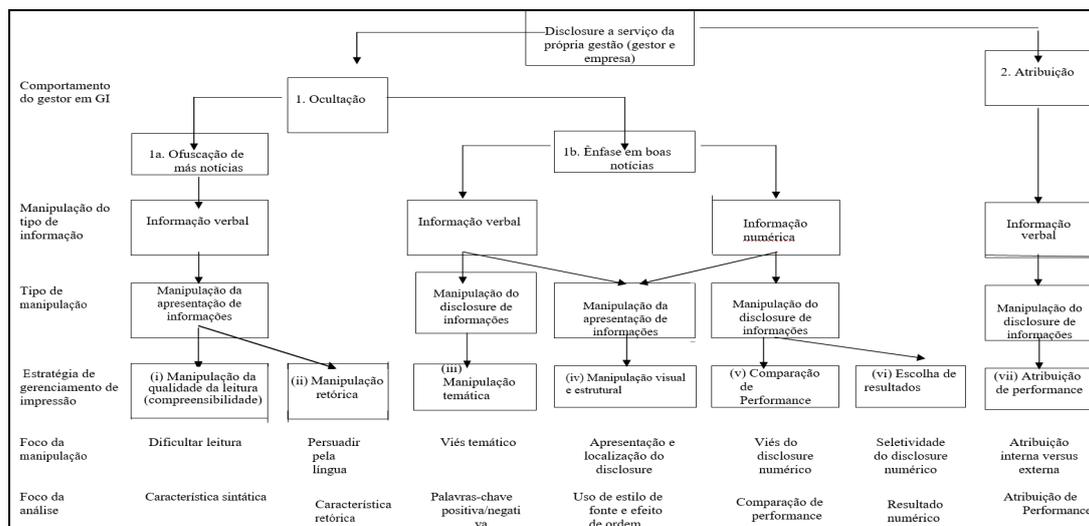
Finalmente, o reforço é uma forma de ênfase que ocorre quando uma informação é enfatizada por meio de um qualificador (uma palavra adicional para dar ênfase a uma palavra-chave, por exemplo, "forte crescimento" - "crescimento" é a palavra-chave, "forte" é o qualificador (BRENANN; GUILLAMON-SAORIN; PIERCE, 2009). Estudos empíricos em contabilidade encontraram evidências acerca da relevância do posicionamento ou da ordem em que as informações (positivas e negativas) aparecem nos relatórios empresariais (STAW; MCKECHNIE; PUFFER, 1983; BOWEN; DAVIS; MATSUMOTO, 2005), confirmando o gerenciamento da impressão.

A abordagem da atribuição credita os aspectos positivos de gestão ao ambiente interno da empresa e os negativos a situações externas e fora do controle da companhia (BRENANN; GUILLAMON-SAORIN; PIERCE, 2009). Um enunciado contendo atribuição é representado por uma frase ou sentença na qual um evento corporativo ou o resultado de desempenho vincula-se a uma relação explicativa lógica definida anteriormente (AERTS, 2005). Tal rol exemplificativo pode ser explícito ou implícito. Os explícitos são caracterizados pelo uso de uma conjunção causal ou de uma frase causal de conexão (*e.g.*: devido a, como resultado de) ou pelo emprego de um verbo (*e.g.*: levar a, resultar em); quando implícitos, as informações encontram-se sutilmente postas no enunciado, sem emprego de expressões caracterizadoras da relação de causa e efeito (AERTS, 2005).

Para Aerts (2005), pesquisas em geral interpretam as tendências de emprego da técnica de atribuição nas narrativas contábeis, visando o auto benefício (*self serving*), como um comportamento intencional de GI. No entanto, Clatworthy e Jones (2006) observam que os referidos estudos não esclarecem se essa é uma prática consciente ou inconsciente. Conforme Aerts (2005), os vieses de atribuição usados nas narrativas contábeis também podem ser o resultado de um processo informacional cognitivo distinto de um processo externo de GI. Tal metodologia enfatizaria as capacidades limitadas de processamento de informações por parte de quem elabora os relatórios empresariais para alcançar um entendimento causal abstrato dos eventos (AERTS, 2005). Assim, há casos em que o gestor, por sua capacidade racional limitada, interpretaria inadequadamente um evento e atribuiria sua causa a uma ação interna (positivo) ou externa (negativo).

A Figura 3 apresenta esquema contendo as sete técnicas de gerenciamento de impressão relacionadas ao comportamento e aos objetivos do gestor, tipos de informação e respectiva manipulação, foco e estratégia de GI e tipo de análise na narrativa contábil.

Figura 3: Estratégias de gerenciamento da impressão na narrativa contábil



Fonte: Merkl-Davies e Brennan (2007), p. 74.

A Figura 3 apresenta o disclosure a serviço da própria gestão de forma a ocultar ou atribuir informações. A ocultação de dados é feita de forma velada, pela ofuscação de notícias de teor negativo. Por outro lado, o acréscimo de elementos é feito pelo emprego de termos que enfatizam os bons resultados. A narrativa (informação verbal) pode conter ambos os tipos de informação (positiva ou negativa), enquanto a informação numérica manipulada é disposta apenas de forma positiva. Isso pode ser explicado por meio da TDV, pois o poder de sintetização dos números é usado somente para enfatizar

informações positivas. Na atribuição, há uma dicotomia entre informação positiva (internalização) e negativa (externalização).

A seguir, é apresentado referencial teórico que relaciona o efeito do gerenciamento da impressão empregado no disclosure e na assimetria informacional.

2.2 GERENCIAMENTO DA IMPRESSÃO, DISCLOSURE VOLUNTÁRIO E ASSIMETRIA INFORMACIONAL

No âmbito corporativo, indivíduos competem estrategicamente por riqueza e utilizam-se da contabilidade como ferramenta para acessá-la (ARRINGTON; PUXTY, 1991). Nessa competição, gestores, mais informados sobre a empresa do que investidores, produzem informações contábeis por meio de narrativas e empregam o gerenciamento de impressão (GI) com o objetivo de maximizar sua riqueza. Investidores, menos informados do que os gestores, buscam defender-se da expropriação de riqueza originada nessa assimetria informacional (MERKL-DAVIES; BRENNAN, 2011).

Assim, conforme Palazzo e Scherer (2006), Golant e Sillince (2007), Boiral (2013), Michelon, Pilonato e Ricceri (2014), Boiral (2016), Diouf e Boiral (2017) e Guillamon-Saorin, Isidro e Marques (2017), há possibilidade de que haja um desnível informacional entre gestor e stakeholders. Esta discrepância é provocada por dados não fidedignos divulgados por empresas, que ganham especial relevo quando trata do disclosure voluntário em razão dos efeitos da discricionariedade. Nesse contexto, a decisão de um gestor de publicar fidedignamente o resultado de uma empresa ou omitir informação, dependerá, em parte, do efeito esperado nos *stakeholders*.

Considerada a representação fidedigna como uma característica qualitativa fundamental da informação contábil, cuja neutralidade é buscada (IASB, 2018), o GI contraria o preconizado na estrutura conceitual da contabilidade e na teoria contábil, por ser uma ferramenta usada para tentar manipular a percepção que o *stakeholder* tem a respeito da corporação. Assim, dentro dos limites da norma, gestores decidem o volume e a qualidade dos dados que podem ser evidenciados, por tratar-se de *disclosure* voluntário, criando um *gap* informacional em relação aos stakeholders.

Nesse contexto, a teoria do disclosure estabelece que investidores mais sofisticados podem aprender mais com informações públicas (KIM; VERRECCHIA, 1994; BUSHMAN; INDJEKIAN, RAFFI; SMITH, 1996; FISCHER; VERRECCHIA,

2000). Conforme Kalay (2015), o investidor sofisticado é o usuário da informação que dedica mais tempo e atenção aos seus investimentos e, por isso, torna-se mais proficiente em suas decisões acerca de seus ativos. Diferenças de sofisticação podem surgir da heterogeneidade no custo de oportunidade dos investidores e de sua capacidade de adquirir e analisar informações (KALAY, 2015).

Portanto, a ideia, do ponto de vista econômico, de que alguns investidores beneficiam-se relativamente mais de certos tipos de divulgação é uma extensão da teoria do disclosure e pode estar relacionada a diferenças na capacidade de utilizar as informações divulgadas (HIRSHLEIFER; TEOH, 2003). Nesse sentido, investidores sofisticados tendem a se beneficiar mais, obtendo maior spread na compra e venda de ações, quando são publicadas novas informações, cuja interpretação exige maior capacidade de processamento do que a necessária para decifrar dados comumente publicados (AMIRAM; OWENS; ROZENBAUM, 2016).

Por outro lado, a literatura acerca da relação entre disponibilidade informacional e retorno apresenta resultados controversos. Easley e O'Hara (2004) encontraram evidências de que ações de empresas com maior disponibilidade de informações públicas apresentam maior retorno. No entanto, Duarte e Young (2009), ao investigarem o problema da AI, concluíram que a negociação baseada em informação não afeta os retornos.

Sob a perspectiva da análise técnica, a dinâmica de preços em modelos que contemplam assimetria informacional (doravante denominada 'Modelo AI') depende de um determinado critério, de uma série histórica de preços transacionados combinada a informações úteis publicadas à época em que houve a apuração dos dados (O'HARA, 1997). A lógica do 'Modelo AI' é que traders não informados sabem que a ordem de compra ou venda correlaciona-se ao valor da ação; no entanto, eles não têm certeza sobre qual o seu verdadeiro valor, indicando que uma sequência de preços não é determinante para estimar-se o real valor de mercado do ativo. Por sua vez, traders informados, mais dispostos a transacionar do que os desinformados, são responsáveis por ordens de negociação cujo processo decisório baseia-se em informações em que o preço aproxima-se mais do valor do ativo (O'HARA, 1997).

Assim, 'Modelos AI' consideram que preços de transações anteriores influenciam transações posteriores, mesmo que desprovidos de novas informações. Isso ocorre porque a série passada de preços de transações é constituída por uma parcela não correlacionada

ao processo estocástico sequencial de preços, formulada a partir da negociação de traders informados. Estes são mais propensos a negociar do que os desinformados, aumentando a probabilidade de que as transações ocorram quando há um evento de informação. Assim, a amostragem do processo de valor sequencial é maior quando há novas informações (O'HARA, 1997).

Outro fator relacionado ao 'Modelo AI' que mostra a influência na dinâmica de mercado são as vendas a descoberto (*short selling*). Embasados em notícias positivas, traders informados tendem a comprar ações, mesmo diante de restrições orçamentárias. Da mesma forma, notícias negativas conduzem-nos a vender suas cotas. Por outro lado, traders desinformados, com restrições orçamentárias, não comprarão ações para revenda (*short selling*), pois acessarão a informação posteriormente, pelo movimento sequencial dos preços, quando os custos da operação não compensam a transação (O'HARA, 1997).

Os preços serão ajustados para todas as informações, havendo ou não restrições à venda a descoberto, importando saber em qual momento isso ocorre. Para isso, é necessária uma medida de velocidade capaz de indicar quando o processo estocástico de preços capta as informações. O'Hara (1997) utiliza uma abordagem de entropia para medir as diferenças na velocidade de ajuste. A intuição dos traders com essa abordagem é que os preços (e crenças) estão convergindo (pelo menos) exponencialmente, com a taxa específica calculada a partir da medida de entropia, definida como a medida de distância entre probabilidades: $I_q(p) \cong q \log\left(\frac{q}{p}\right) + (1 - q) \log\left(\frac{1-q}{1-p}\right)$ (O'HARA, 1997).

Por outro lado, a diminuição da AI pela redução no emprego de GI implicaria em menos alternativas decisórias (menos dúvida do investidor) gerando uma diferença menor entre a oferta de compra e de venda de ações, conforme Verrechia (2001). Nesse mister, diante da incerteza encontrada no disclosure, investidores buscam garantias capazes de dar credibilidade às informações (DEMERS; VEJA, 2010). Os autores verificaram que investidores desconsideram o otimismo de gestores espelhado em anúncios de resultados, a menos que tais anúncios sejam verificados por fontes externas, como analistas financeiros e mídia em geral e, ainda, estejam acompanhados por informações concretas (DEMERS; VEJA, 2010). Da mesma forma, o uso de relatórios com o objetivo de promover a reputação corporativa pode ter efeito distinto do almejado pela gestão e aumentar o *gap* informacional, conforme Michelon (2011) e Michelon, Pilonato e Ricceri (2014).

Essa assimetria informacional provocada por gestores pode ser considerada uma forma de mitigar conflitos de interesse (GIRÃO; MACHADO, 2013, SONG; CHEN, 2016) o que poderia explicar, por exemplo, o uso do GI no disclosure acerca das ações em responsabilidade social corporativa (D-CSR). Por sua vez, o investidor poderá reagir negativamente à AI, gerada pelo emprego de GI, em contraposição aos custos informacionais (seleção adversa) introduzidos na relação de compra e venda de ações (LEUZ; VERRECHIA, 2000). Pelo mesmo motivo, formadores de mercado buscam proteger-se de eventuais perdas ao negociarem com contrapartes mais bem informadas (KYLE, 1985; FRIJNS; GILBERT; TOURANI-RAD, 2008).

Por sua vez, em uma perspectiva sociopsicológica, Merkl-Davies e Brennan (2011) entendem que o GI não é o resultado de uma tomada de decisão deliberada e racional de gestores baseada nas consequências esperadas de cada escolha específica e nem, tampouco, inteiramente motivada por ganhos materiais. Para as autoras, o GI é um fenômeno em que gestores antecipam-se aos stakeholders, principalmente acionistas, no que se refere a uma possível avaliação negativa de suas ações e decisões, com intuito de neutralizar consequências avaliadas como indesejáveis (MERKL-DAVIES; BRENNAN, 2011). Nesse caso, de forma não intencional, o GI aplicado ao disclosure voluntário causaria um nível de AI que seria refletido em uma diferença maior entre a oferta de compra e de venda de ações.

Pesquisas como a de Palazzo e Scherer (2006) e Golant e Sillince (2007) indicam haver empresas que, por meio de GI, gerenciam justificativas ambientalmente legítimas, porém intencionalmente falsas, com o objetivo final de alcançar legitimidade. Portanto, gestores engajam-se na gestão de impressões, antecipando uma avaliação de suas ações e decisões, principalmente diante dos acionistas, o que serve para neutralizar consequências indesejáveis aos olhos da administração (PALAZZO; SCHERER, 2006; GOLANT; SILLINCE, 2007).

No que se refere à dinâmica entre a informação acerca das ações em responsabilidade social corporativa (CSR) e a microestrutura do mercado, há especificidades que devem ser consideradas no estudo da AI. De maneira geral, o disclosure em CSR não é obrigatório e encontra-se distante de um padrão de divulgação de relatórios constituídos por informações livres de omissões em sustentabilidade (BOIRAL, 2016). São exemplos de países com regras obrigatórias de disclosure parcial em sustentabilidade: Brasil, China, Dinamarca, Hong Kong, Índia, Malásia e África do

Sul, com a maioria deles introduzindo sua respectiva legislação ao final dos anos 2000 (IOANNOU; XIN LI; SERAFEIM, 2016).

Conforme Brooks e Oikonomou (2018), as Nações Unidas recomendam que os países obriguem grandes empresas a publicarem relatórios de sustentabilidade até 2030. Em seus relatórios sociais e ambientais, além dos requisitos obrigatórios, as empresas são incentivadas a serem proativas divulgando voluntariamente informações que vão além das expectativas mínimas dos stakeholders, respondendo às demandas sociais (BROOKS, OIKONOMOU; 2018).

Tais mudanças tendem a inserir nova dinâmica na microestrutura de mercado, pois há evidências de uma relação positiva entre performance em CSR e performance financeira (GARCIA; SOUSA-FILHO; BOAVENTURA, 2018; CUI; JO; NA, 2018). Nessa nova dinâmica, há evidências de uma relação negativa entre desempenho CSR e vários tipos de risco financeiro (não diversificável, diversificável, padrão e outros) e isso é perceptível em diferentes mercados e classes de ativos (MISHRA; MODI, 2013). Ainda sobre este assunto, os efeitos financeiros de ações socialmente irresponsáveis (negativas) são maiores do que os de ações positivas (KRÜGER, 2015) e o tema CSR passou a influenciar decisões corporativas importantes, como remuneração de executivos e fusões e aquisições empresariais (BROOKS; OIKONOMOU, 2018).

Nesse contexto, a perspectiva do mercado acerca das ações CSR tem influenciado o comportamento de parte dos investidores, impactando a noção de maximização do valor por parte desse stakeholder, refletindo-se no comportamento dos preços ofertados e demandados pelos papéis das empresas (BROOKS; OIKONOMOU, 2018; GARCIA; SOUSA-FILHO; BOAVENTURA, 2018; CUI; JO; NA, 2018). Nesse cenário, dado o nível de AI contido em um disclosure constituído por GI, os investidores não são capazes de avaliar no curto prazo os efeitos financeiros, notadamente no que refere-se à gestão da impressão em temas que incidem em responsabilidade social corporativa (MERKEL-DAVIES; BRENNAN, 2011; MARTÍNEZ-FERRERO; RUIZ-CANO; GARCÍA-SÁNCHEZ, 2016).

2.3 GERENCIAMENTO DA IMPRESSÃO E A RACIONALIDADE DO MERCADO

Na seção 2.1 foram apresentadas bases teóricas que buscam explicar a motivação de gestores para empregarem gestão da impressão (GI) no disclosure voluntário.

Complementando o suporte conceitual que embasa este estudo, são apresentadas referências teóricas acerca da forma como investidores reagem ao emprego de GI no disclosure voluntário. Nesse contexto, Merkl-Davies e Brennan (2011) entendem haver quatro tipos de racionalidades capazes de conduzir a reação do investidor sobre o emprego do GI no disclosure: (i) econômica, (ii) limitada, (iii) substantiva e (iv) como construto social. No quadro a seguir, as autoras apresentam tais racionalidades relacionando-as à origem teórica, seus determinantes, motivação, consequências e ao conceito de GI.

Quadro 3: Perspectivas do investidor diante de gerenciamento de impressões

Tipo de Racionalidade	Perspectivas Predominantes		Perspectivas Alternativas	
	Econômica	Limitada	Substantiva	Como construto social
Origem teórica	Economia	Economia e Finanças Comportamentais	Sociologia	Teoria Crítica
Determinantes (o GI e seus efeitos advêm de...)	Assimetria Informacional (AI) e racionalidade 'pura': investidores reconhecem o viés	AI e racionalidade limitada: investidores não são capazes de reconhecer o viés devido a restrições cognitivas, sociais ou emocionais	Stakeholders/público não são capazes de ver através da gestão simbólica	Público não é capaz de ver através da racionalidade retrospectiva e da retórica contábil
Motivação para o GI	Maximização da utilidade	Maximização da utilidade	Objetivos socioambientais	Objetivos sociopolíticos
Consequências (o GI causa...)	Investidores ignoram o viés/ eficiência na alocação do capital	Investidores revisam expectativas no curto prazo/ ineficiência na alocação do capital	Apoio contínuo por parte de stakeholders e shareholders	Fortalecimento do <i>status quo</i>
Conceitos de GI	'Conversa fiada'	GI- viés no disclosure	GI- gestão simbólica	GI- racionalidade retrospectiva e retórica contábil

Fonte: Merkl-Davies e Brennan (2011), p. 419.

Os pesquisadores têm focado seus estudos predominantemente na perspectiva econômica para explicar a reação dos investidores ao emprego de GI no disclosure. Segundo esta abordagem, a motivação única do investidor é a maximização da utilidade atingida pela obtenção de rentabilidade adequada ao investimento. A sua capacidade de identificar o '*cheap talk*' ('conversa fiada') inerente ao GI faz com que ignore a narrativa, fazendo-o focar pragmaticamente no que se refere a melhor alocação de seu capital (MERKL-DAVIES; BRENNAN, 2011).

A perspectiva econômica baseia-se na Hipótese do Mercado Eficiente (HME) proposta por Fama (1970), cuja racionalidade puramente econômica presente no modelo conduz investidores a interpretarem informações como sinais que impulsionam ajustes de crenças acerca da expectativa do fluxo de caixa futuro do ativo. Em consequência, investidores reagem quando suas expectativas são frustradas, ajustando os preços às novas informações em curto espaço de tempo, inibindo ganhos anormais (FAMA, 1970).

Conforme Camargos e Barbosa (2003), a HME está baseada na premissa de que os preços dos títulos refletem instantaneamente todas as informações relevantes disponíveis no mercado. Quanto mais rápida e precisa for essa incorporação

informativa ao preço, mais desenvolvido é o mercado (CAMARGOS; BARBOSA, 2003). Esse fenômeno ocorre em três diferentes níveis de informações: (i) forma fraca cujas informações são obtidas dos preços passados; (ii) forma semiforte, cujas informações são de domínio público; e (iii) forma forte, cujas informações são de domínio público e obtidas por meio de fontes privilegiadas (FAMA, 1970).

Ainda no que refere-se à perspectiva predominante em pesquisas (Quadro 3), a racionalidade limitada distingue-se da econômica por reconhecer a limitação humana (racionalidade limitada) na aquisição e processamento de informações (MERKL-DAVIES; BRENNAN, 2011). Conforme Samson (2014), o excesso de disponibilização de informações afeta negativamente a qualidade da decisão, exigindo que decisores façam suas escolhas dentre múltiplas alternativas, evitando certos dados em favor de outros. Nesse caso, gestores oportunistas empregariam a narrativa evitada de GI em relatórios corporativos cujos investidores seriam incapazes de avaliar o viés no curto prazo, dada a racionalidade humana limitada (MERKL-DAVIES; BRENNAN, 2011).

A HME propõe que todos os participantes do mercado têm expectativas racionais sobre os retornos futuros, o que implica que, em média, o mercado é capaz de avaliar o viés dos relatórios (HAND, 1990). Assim, o relatório tendencioso (incluindo gerenciamento de impressão) geraria maior assimetria informativa, que por sua vez levaria a um custo de capital mais alto e a um desempenho reduzido do preço das ações.

Nesse contexto, o gestor não teria incentivos econômicos para envolver-se no gerenciamento de impressões, pois sua remuneração está ligada ao desempenho do preço das ações. Com base nesse argumento, defende-se que o GI não deva ser considerado uma tentativa de manipulação, mas uma informação incremental (BAGINSKI; HASSELL; HILLISON, 2000). Conforme Merkl-Davies e Brennan (2011), tal abordagem incremental baseia-se em uma suposição de racionalidade do investidor qualificada em um contexto de mercado eficiente semiforte. Segundo esta perspectiva, o investidor receberia informações fidedignas complementares e as acolheria no contexto de outras explicações tomadas como relevantes para os investidores (MERKL-DAVIES; BRENNAN, 2011).

Por sua vez, Guillamon-Saorin, Brennan e Pierce (2017) apresentaram pesquisa cujo resultado indica que o mercado reage negativamente ao emprego de GI na narrativa por ocasião da publicação de resultados. As evidências encontradas foram significativas quando o GI estava presente em relatórios fora do padrão *Generally Accepted Accounting*

Principles (GAAP) em uma tentativa de influenciar o leitor acerca da persistência nos lucros (GUILLAMON-SAORIN; BRENNAN; PIERCE, 2017).

Sob outra perspectiva, de acordo com Merkl-Davies e Brennan (2011), investidores seriam incapazes de identificar de maneira imediata o viés inserido pelo GI no disclosure e a AI geraria ineficiência na alocação do capital. Após um *delay* específico de curto prazo acompanhado de uma alocação ineficiente do capital, o investidor, interessado em maximizar a sua utilidade, optaria por avaliar sua posição, alterando-a. Nessa dinâmica temporal em que admite-se uma adaptação momentânea do mercado, pesquisas sobre o emprego do GI no disclosure acolhem tanto a racionalidade pura quanto a limitada, ambas como tipos de racionalidade instrumental, para explicar a reação extemporânea dos investidores (MERKL-DAVIES; BRENNAN, 2011).

Na racionalidade limitada, o investidor prioriza o seu capital por meio de um processo decisório menos deliberativo, menos linear, sujeito a influências sociais e, portanto, heurístico, como acontece no processo de escolha por uma marca entre consumidores (MAHESWARAN; MACKIE; CHAIKEN, 1992). O emprego de atalhos heurísticos é um meio eficiente praticado para a tomada de decisão diante da incapacidade cognitiva de processar grande quantidade de informações (NISBETT; PENG; CHOI; NORENZAYAN, 2001).

Por fim, como alternativas não comumente empregadas em pesquisas para explicar a reação de investidores ao GI (perspectivas alternativas do Quadro 3), Merkl-Davies e Brennan (2011) apontam o uso da racionalidade substantiva e na forma de construto social. Ambas, encontram respaldo na Hipótese da Revelação Incompleta (BLOOMFIELD, 2002).

A racionalidade substantiva tem base teórica fundada na Sociologia e considera não apenas a visão utilitarista de investidores tradicionais acerca da gestão, conforme as perspectivas predominantes, incluindo uma percepção holística seguindo a tendência dos demais stakeholders e do público em geral. Aqui, investidores são considerados stakeholders como os demais, cujo objetivo principal deixa de ser a maximização da utilidade e o investimento é visto como uma maneira de atingir objetivos sustentáveis. Nesse cenário, os atores (stakeholders – incluídos os shareholders - e público) não seriam capazes de identificar os vieses voltados aos objetivos socioambientais inseridos no disclosure na forma de GI (MERKL-DAVIES; BRENNAN, 2011).

Ainda no que refere-se às perspectivas alternativas elencadas no Quadro 3, a racionalidade como construto social baseia-se na Teoria Crítica e situa o GI com objetivos sociopolíticos através da racionalidade retrospectiva e da retórica. Nela, o público em geral é impactado pelo GI que é empregado no disclosure com objetivo de fortalecer a instituição, legitimando-a (MERKL-DAVIES; BRENNAN, 2011).

Quanto à racionalidade na forma da Teoria Crítica, de acordo com Merkl-Davies e Brennan (2011), não havia, até o momento em que realizaram seus estudos, pesquisas contábeis explorando se o efeito do uso da retórica contábil e da racionalidade retrospectiva na forma de GI no disclosure impactaria os usuários desta informação. Tais pesquisas exigem aprofundamento e uso de métodos de investigação qualitativos com foco em um ou poucos casos. Além disso, não concentram-se em objetivos socioambientais, mas em questões sociopolíticas que envolvem o público em geral, não considerando stakeholders de forma específica. (MERKL-DAVIES; BRENNAN, 2011).

Portanto, consideradas as perspectivas alternativas (Quadro 3), mesmo em um mercado dominado por agentes racionais, para Merton (1987), os mercados podem produzir um comportamento anômalo em relação ao modelo de mercado perfeito. Para esse autor, as complexidades institucionais e os custos de informação dão causa a variações temporárias no processo decisório em que espera-se a eliminação apenas no longo prazo (MERTON, 1987). Nesse contexto, na sua concepção, a difusão da informação incompleta entre investidores afetaria seus comportamentos, convencendo-os a se desfazerem de determinados ativos. Nesses casos, as carteiras de ações desses investidores estariam inadequadamente diversificadas e exigiriam um prêmio para a manutenção de tais papéis e seus respectivos riscos não-sistêmicos (MERTON, 1987).

Para Bloomfield (2002), considerada a HME (FAMA, 1970), a difusão incompleta de informações deveria ser identificada pelo mercado. No entanto, conforme esse autor, a comunidade acadêmica tem questionado a capacidade dessa teoria de explicar o papel do mercado na precificação de ativos. Tal questionamento é influenciado, em parte, pelas evidências de que os preços reagem de forma insuficiente às grandes variações nos lucros, aos índices de preços, aos fundamentos e a outras estatísticas derivadas de análises contábeis experimentais (BLOOMFIELD, 2002).

Nesse contexto, Bloomfield (2002) apresenta a Hipótese da Revelação Incompleta (HRI) como alternativa à HME. Na HRI, os preços reagiriam mais fortemente a informações que são mais facilmente extraídas de dados públicos, enquanto informações

relevantes, porém de difícil extração, não impactariam os preços das ações. A dificuldade de extrair a essência dessas informações é devido à revelação parcial e não integral do seu teor (BLOOMFIELD, 2002). O autor acredita que existem investidores que aplicam recursos substanciais para identificar ações com preços incorretos, com base em dados públicos parcialmente revelados (BLOOMFIELD, 2002).

Na visão desse autor, a HRI estende a HME ao reconhecer explicitamente os custos de extração de dados públicos. Em seu modelo, a HRI consideraria muitos fenômenos classificados como anomalias da HME, ponderaria o maior gasto de recursos na previsão de mudanças de preços a partir de dados públicos e preveria que os gerentes manipulariam os preços ao enfatizarem boas notícias e dissimularem resultados negativos (BLOOMFIELD, 2002).

Para Bloomfield (2002), a HRI permitiria utilizar modelos tanto racionais, conforme preconizado pela HME, como irracionais, segundo admitido pelos comportamentalistas. No caso dos modelos irracionais é exigido que capturem os custos de processamento de informações. Assim, para o autor, um modelo comportamental consistente com os padrões de expectativas racionais que consideram ruídos (*e.g.*: ação de *noisers traders*) deve assumir que os traders interpretem racionalmente as estatísticas que coletam, embora possam ignorar dados importantes, mesmo quando colocados diante deles (BLOOMFIELD, 2002).

Segundo Bloomfield (2002), a HRI é apoiada por vários experimentos que verificaram que os preços de mercado refletem de forma incompleta informações não sustentadas por todos os investidores. Para o autor, por ser derivada de modelos que pressupõem que os investidores são racionais, a HRI esclarece que a ineficiência informacional não precisa implicar em irracionalidade. A coleta de informações mais difíceis de serem extraídas não deveria ser completamente revelada pelos preços, pois tal esforço não seria compensado após sua negociação (BLOOMFIELD, 2002).

Nesse diapasão, na visão de Merkl-Davies e Brennan (2011), as perspectivas predominantes (econômica e limitada) não considerariam o componente afetivo, inato ao decisor, constante das concepções alternativas (substantiva e na forma de construto social). Na realidade diária, recursos como intuição, ansiedade e estresse, combinados à racionalidade, estariam presentes em um processo de tomada de decisão (MERKL-DAVIES; BRENNAN, 2011).

Seguindo este raciocínio, para Merkl-Davies e Brennan (2011), tanto a racionalidade econômica quanto a limitada seriam tipos de racionalidade instrumental não adaptadas a uma realidade influenciada por normas sociais. Na visão das autoras, corrigir tal inadaptabilidade demandaria um avanço nas pesquisas para um tipo de racionalidade que considera ideais como igualdade, justiça, liberdade e respeito ao ambiente, a exemplo da racionalidade substantiva (MERKL-DAVIES; BRENNAN, 2011).

Com base na literatura exposta nesta seção, verifica-se que apenas as perspectivas referentes a racionalidade instrumental (econômica e limitada) estariam aptas ao emprego de modelos matemáticos que contemplam o estudo do comportamento agregado de várias empresas ao longo de um período. As perspectivas sociológica e crítica são de difícil quantificação por trabalharem com uma abordagem ampla e de difícil mensuração (componente afetivo, intuição, ansiedade e estresse) em função de fatores subjetivos e idiossincráticos que demandam estudos aprofundados (com foco em poucas empresas), conforme Merkl-Davies e Brennan (2011).

Sob a ótica da HRI, os preços não revelariam a informação cuja representação foi impactada pelo emprego do GI, conforme Bloomfield (2002). Isso ocorre porque tais dados são de difícil extração em função de o gestor publicar narrativa tendenciosa que busca valorizar a reputação da empresa e reduzir ou neutralizar o impacto de ações negativas em sua imagem, conforme Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009), Beattie (2014) e Boiral (2016).

Na próxima seção, serão apresentadas bases teórico-empíricas que relacionam a qualidade do disclosure em CSR e AI.

2.4 QUALIDADE DO DISCLOSURE EM RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA E ASSIMETRIA INFORMACIONAL

Existe vasta literatura acerca da qualidade do disclosure (DIAMOND; VERRECCHIA, 1991; BAIMAN; VERRECCHIA, 1996; BOTOSAN, 1997; BAGINSKI; HASSELL; HILLISON, 2000; AMIRAM; OWENS; ROZENBAUM, 2016). Recentemente, tal bibliografia passou a incluir em sua base de dados abordagens específicas tratando da qualidade do disclosure em responsabilidade social corporativa (D-CSR). Nesses estudos, a qualidade do D-CSR é relacionada à reputação corporativa

(RC) (MICHELON; PILONATO; RICCERI, 2015; CALEGARI; GONÇALVES; SERRANO; RODRIGUES, 2016), ao desempenho (performance) em ações de responsabilidade social corporativa (CFP) (CARDOSO; DE LUCCA; GALLON, 2014; CUI; JO; NA, 2016), ao desempenho econômico-financeiro (CFP) (BERTHELOT; COULMONT; SERRET, 2012; PLUMLEE, BROWN, MARSHALL, 2015; JIZI; NEHME; SALAMA, 2016; HASSAN, 2018), ao custo de capital (CK) (GONÇALVES; MEDEIROS; NIYAMA; WEFFORT, 2013) e ao nível de assimetria informacional (AI) (MARTÍNEZ-FERRERO et al., 2016; BORGHEI, LEUNG; GUTHRIE, 2018).

Ao abordarem a qualidade do D-CSR, todos esses estudos referem-se ao impacto no risco de mercado em consequência da opinião de stakeholders acerca do desempenho sustentável corporativo. Tais pesquisas assumem que investidores consideram em suas decisões a opinião dos demais stakeholders (sociedade, comunidades, governos, clientes, fornecedores etc) acerca das informações relacionadas à gestão corporativa em sustentabilidade (BERTHELOT; COULMONT; SERRET, 2012; GONÇALVES et al., 2013; MICHELON, PILONATO, & RICCERI, 2014; CARDOSO; DE LUCCA; GALLON, 2014; CALEGARI; GONÇALVES; SERRANO; RODRIGUES, 2016; CUI; JO; NA, 2016; JIZI; NEHME; SALAMA, 2016; MARTÍNEZ-FERRERO; RUIZ-CANO; GARCÍA-SÁNCHEZ, 2016; BORGHEI; LEUNG; GUTHRIE, 2018; HASSAN, 2018).

Nesse viés, Cui, Jo e Na (2018) encontraram relação negativa entre nível de engajamento em CSR e AI. Verificaram, ainda, que empresas com maior risco reputacional (e.g.: mineradoras, petróleo e gás) apresentam menor nível de AI quando comparadas às demais companhias, corroborando a noção dada pela teoria dos stakeholders acerca do ganho reputacional representar valor (CUI; JO; NA, 2018).

Na mesma linha, Garcia, Sousa-Filho e Boaventura (2018) verificaram que a qualidade do disclosure em CSR influencia positivamente a relação entre performance socioambiental (CSP) e financeira (CFP). Em outras palavras, o impacto da CSP na CFP é potencializado com uso de disclosure de qualidade em CSR. Tal resultado corrobora o que a literatura apresenta sobre a importância do disclosure como estratégia de legitimação da companhia e peça componente do processo de tomada de decisão de stakeholders (GARCIA; SOUSA-FILHO; BOAVENTURA, 2018).

Da mesma forma, Plumlee et al. (2015) obtiveram evidências de que a qualidade do disclosure ambiental está associada ao valor da empresa, calculado com base no fluxo

de caixa e nos componentes de custo de capital. Os autores chegaram a conclusões acerca da importância do tipo e natureza do disclosure ambiental no estabelecimento de previsões no que refere-se ao valor da empresa em contextos que consideram relacionamentos complexos (PLUMLEE et al., 2015).

Jizi, Nehme e Salama (2016) encontraram resultados que sugerem associação entre o conteúdo da divulgação da CSR e o retorno das ações, corroborando a tese de que um argumento mais qualificado na divulgação de CSR fornece aos investidores informações adicionais na avaliação de ações de empresas, diminuindo o grau de AI. Como exemplo, informações sobre judicializações trabalhistas ajudam os investidores a estimarem os fluxos de caixa futuros e o valor atual da empresa. Nesse sentido, ao divulgar melhor o conteúdo CSR, a gerência está demonstrando a sua capacidade de contribuir com a sociedade e minimizar suas externalidades, sinalizando sua posição financeira apropriadamente (JIZI; NEHME; SALAMA, 2016).

Godfrey, Merrill e Hansen (2009) testaram modelo de gerenciamento de risco que considera ações CSR capazes de oferecer proteção semelhante a um seguro. O teste, realizado na forma de estudo de evento com base em risco provável a partir de 178 ações legais / regulatórias negativas contra empresas ao longo dos anos de 1993 e 2003, concluiu que ações CSR voltadas para stakeholders ou para a sociedade em geral oferece um benefício similar a um seguro. Por outro lado, a participação em ações CSR com caráter técnico, visando parceiros comerciais, não foi capaz de gerar os mesmos benefícios (GODFREY; MERRILL; HANSEN, 2009).

No que refere-se à visibilidade organizacional, Hassan (2018) encontrou evidências de que esse fator não desempenha um papel de mediação estatisticamente significativo na relação entre o disclosure ambiental e o valor da empresa. No entanto, a visibilidade organizacional está significativamente associada ao disclosure ambiental e ao valor da empresa, o que indica que deixar de controlar estes aspectos pode gerar resultados enganosos (HASSAN; 2018).

No mercado brasileiro, Almeida-Santos, Vargas, Almeida e Lavarda (2012) e Cardoso, De Luca e Gallon (2014) encontraram uma tendência de as empresas listadas no índice de Sustentabilidade Empresarial da B3 (ISE) apresentarem maior evidenciação das ações sustentáveis, suportando as expectativas dos stakeholders e contribuindo com a consolidação da reputação corporativa. Ainda sobre o ISE, Gonçalves et al. (2013) encontraram relação negativa entre qualidade do disclosure social e custo do capital e

Calegari et al. (2016) encontraram relação negativa entre reputação corporativa e custo do capital, sendo parte do nível de reputação aferido pela qualidade do disclosure social.

O disclosure social objetiva divulgar à comunidade as ações de responsabilidade social, tanto internas quanto externas, empreendidas pela companhia. Tais ações (programas sociais) visam atenuar impactos negativos (externalidades) gerados à comunidade em função dos processos operacionais das empresas (GONÇALVES et al., 2013). Os programas sociais são parte das ações de CSR dentro de um contexto mais amplo que também engloba iniciativas econômicas, ambientais e de governança (GRI, 2019).

Portanto, o disclosure social é parte do disclosure voluntário e pode ser mensurado por meio de indexadores, como o Índice de Social Disclosure (ISD) (GONÇALVES; MEDEIROS; WEFFORT; NIYAMA, 2014) que aborda em três dimensões (avaliação, mensuração e o padrão de relatórios) a qualidade das informações sobre programas sociais externos contidos nos relatórios anuais e de sustentabilidade. No caso específico do ISD, informações sociais internas ou contidas em outros relatórios e nos sites das empresas não são observadas por esse índice (GONÇALVES; et al., 2014).

Dessa forma, há evidências que corroboram a noção de que um aumento na qualidade do disclosure em CSR, aí incluído o disclosure social e o ambiental, representa menor AI. Tais constatações, em sua maioria, não abordam diretamente o nível de AI medido por *proxies* criadas especificamente para tal, mas de forma indireta, via redução do custo de capital (GONÇALVES et al, 2013; CALEGARI et al., 2016), via valorização acionária (JIZI; NEHME; SALAMA, 2016), via redução do risco (GODFREY; MERRILL; HANSEN, 2009) e via performance financeira (GARCIA et al., 2018). No caso em que foi medido o nível de AI com base em *proxies* específicas (bid-ask-spread, dispersão da previsão de analistas e impacto-preço), esta aferição não se contrapôs à qualidade do disclosure em CSR, mas ao nível de engajamento empresarial em CSR (CUI; JO; NA, 2018).

Todos esses estudos assumem que o mercado reflete em seu preço as informações disponíveis (FAMA, 1970) e que a informação contábil útil é a que chega ao usuário sem vieses (BALL; BROWN, 1968). Nesse contexto, um disclosure social de qualidade reduziria a AI, favorecendo a demanda pelas ações da empresa, a melhoria do risco percebido e a diminuição da volatilidade das ações da companhia (GONÇALVES et al., 2013).

Apesar disso, Michelon (2011) não encontrou relação significativa entre qualidade de *disclosure* ambiental e social e o retorno acionário em 57 empresas constantes do índice Dow Jones no ano de 2003. A explicação para a não confirmação da teoria no estudo de Michelon (2011) poderia estar na noção de que a partir de determinado nível de redução da AI, um aumento adicional do *disclosure* não tem o mesmo efeito sobre o preço das ações em função da saída de formadores de mercado (DIAMOND; VERRECCHIA, 1991).

No entanto, pode haver outra razão, além da que foi apresentada por Diamond e Verrecchia (1991), para Michelon (2011) não ter encontrado significância entre qualidade do *disclosure* CSR e retorno acionário: a credibilidade no *disclosure* CSR (D-CSR). Para Lock e Seele (2016), a compreensão do conceito de nível de credibilidade em D-CSR passa por múltiplas camadas ao longo da teoria da comunicação. Os autores identificaram que os D-CSRs europeus não têm pontuação alta em credibilidade, deixando, portanto, muitas lacunas a serem preenchidas, para melhorias de seus níveis de confiabilidade. O estudo concluiu que a padronização dos processos e o conteúdo são os aspectos mais importantes para a credibilidade do D-CSR. A padronização está diretamente ligada a modelos relevantes de *disclosure* em sustentabilidade (*e.g.*: GRI). Além disso, o conteúdo refere-se à compreensibilidade dos leitores em relação ao teor das informações a eles disponibilizadas, bem como, a credibilidade que envolve conceitos de comunicação como ‘verdade’, ‘sinceridade’ e ‘especificidade relativa aos temas de interesse de stakeholders’ (LOCK; SEELE, 2016).

Por sua vez, para Michelon, Pilonato e Ricceri (2014), D-CSRs de baixa qualidade sustentados em frameworks e *assurance*, encontrados na pesquisa por eles conduzida, dão causa ao ceticismo por parte de investidores, acadêmicos e stakeholders da área ambiental, acerca do uso de tais relatórios como ferramentas de *accountability* a serviço da imagem corporativa. A pesquisa investigou o conteúdo da informação reportada (o que e quanto foi reportado), o tipo de informação usada (como foi reportado) e a orientação da gestão (a abordagem corporativa para o relatório CSR) e indicou o uso de modelos consagrados e *assurance* como ferramentas de GI (MICHELON; PILONATO; RICCERI, 2014).

Acerca do emprego de modelos consagrados, Villiers e Alexander (2014) verificaram a presença de isomorfismo na produção de D-CSR (15 empresas sul-africanas e 15 australianas). A análise realizada sob a ótica da teoria da legitimação, mostrou haver

elevada similaridade entre os D-CSRs comparados, inclusive quanto à estrutura, o que aponta para o uso do mesmo padrão global de relatório sustentável. O aspecto negativo refere-se especificamente ao fato de as empresas não estarem sujeitas aos mesmos temas sociais e ambientais e aos diferentes grupos de pressão demandarem D-CSRs distintos. Os autores inferem que o uso de *frameworks* como forma de atingir metas exigidas por padrões internacionais (e.g.: GRI, ISO 14000, SA 8000, Copenhagen Charter) torna o processo de *disclosure* das ações de CSR eficiente, mas não espelha adequadamente o resultado das ações socioambientais. A eficiência é obtida pela possibilidade de projetar, a baixo custo, uma imagem sustentável aceita por stakeholders em geral, utilizando-se de modelo já estabelecido (VILLIERS; ALEXANDER, 2014).

Conforme Beretta e Bozzolan (2008), muitos estudiosos usam incorretamente a performance de ações sustentáveis como proxy de qualidade no disclosure em relatórios de sustentabilidade. Índices que medem tal desempenho como o KLD, 400 GOOD Index, KOGI, FTSE 4 GOOD, Japan Index, G-Index Taiwan, G-Index são usados incorretamente como indicadores de qualidade do disclosure em sustentabilidade (BERETTA; BOZZOLAN, 2008; LEE; CHEN; HUNG; YANG, 2020). São escassos os indicadores construídos especificamente para medir a qualidade do disclosure em sustentabilidade, como o índice de Social Disclosure (ISD) que mede a qualidade do disclosure da dimensão social (programas sociais externos) em relatórios de sustentabilidade (GONÇALVES; MEDEIROS; GONÇALVES, 2012).

Nesse viés, Martínez-Ferrero, Ruiz-Cano e García-Sánchez (2016) utilizaram-se da classificação por tipo de relatório trabalhada no modelo GRI, para ordenarem a qualidade dos relatórios de sustentabilidade. As autoras atribuíram valores numéricos, partindo do zero (empresas que não emitem D-CSR), passando por 25 (empresas que emitem D-CSR sem seguir *guideline* GRI), por 50 (D-CSR em nível 'C' GRI), por 75 (D-CSR em nível 'B' GRI) e alcançando o nível máximo 100 (D-CSR em nível 'A' GRI) (MARTÍNEZ-FERRERO; RUIZ-CANO; GARCÍA-SÁNCHEZ, 2016).

Por fim, Garcia et al. (2018) entenderam haver benefícios financeiros ao utilizar-se do disclosure como plataforma moderadora da performance social corporativa (D-CSP). Estudos têm apontado outros fatores moderadores da relação entre performance social corporativa (CSP) e performance financeira corporativa (CFP), como práticas laborais de alta performance, condições econômicas, consistência e intensidade da P&D e concentração acionária relacionados ao spread entre compra e venda e, portanto, ao

nível de AI. (TANG; HULL; ROTHENBERG, 2012; CHANG; OH; MESSERSMITH, 2013; LEE; SINGAL; KANG., 2013; WANG; CHOI, 2013; PENG; YANG, 2014).

Todo o referencial teórico consultado nesta pesquisa busca amparar o estudo do impacto do disclosure em responsabilidade social corporativa (D-CSR) no nível de assimetria informacional (AI). Para isso, sustenta-se em um aspecto pouco explorado, mas indicado em alguns estudos (HOOGHIEMSTRA, 2000; BOIRAL, 2013; SOLOMON et al., 2013; BOIRAL, 2016; DIOUF; BOIRAL, 2017) como relevante para o AI, entre gestores e investidores, acerca do tema gestão em sustentabilidade: o nível de gerenciamento da impressão.

3 METODOLOGIA DE PESQUISA

3.1 CLASSIFICAÇÃO E LÓGICA DA PESQUISA

Para a elaboração deste estudo foi adotado o método descritivo-longitudinal com enfoque nos aspectos quantitativos e qualitativos (quali-quant) aplicados à narrativa contida em relatórios de sustentabilidade publicados por 58 empresas brasileiras de capital aberto no período compreendido entre os anos de 2016 e 2019 (4 anos).

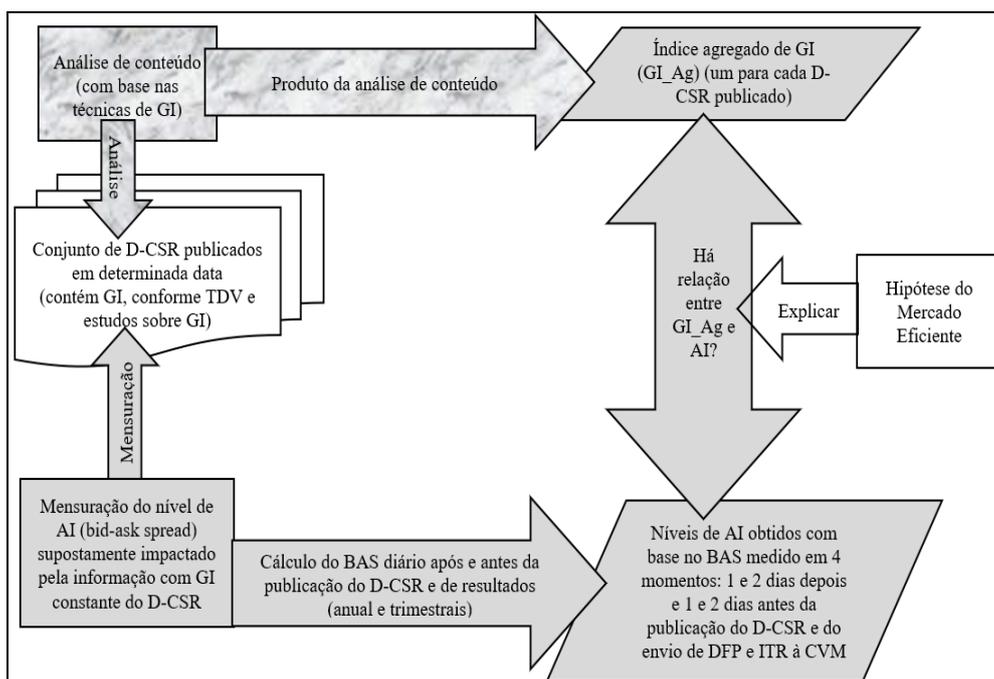
O presente estudo é descritivo, pois, conforme Collis e Hussey (2005), o embasamento teórico que o norteia descreve o comportamento dos fenômenos e identifica e obtém informações sobre as características de um problema. É longitudinal, pois, conforme Bryman (2016), trata-se de uma *survey* aplicada a mais de um período, comumente designada como estudo em painel (BRYMAN, 2016).

É qualitativo, uma vez que os elementos avaliados pelos índices de gerenciamento da impressão (GI) foram extraídos com o uso da técnica da análise de conteúdo, que apresenta determinado grau de subjetividade, e envolve o exame e a reflexão de percepções a fim de obter-se um entendimento acerca de atividades sociais e humanas (BARDIN, 2011; COLLIS; HUSSEY, 2005). É, também, quantitativo, pois procura descobrir e classificar a relação entre variáveis e a relação entre fenômenos, no que refere-se ao método descritivo-longitudinal, a partir da coleta, análise de dados numéricos e aplicação de testes estatísticos (RICHARDSON, 2012; COLLIS; HUSSEY, 2005). Para Flick (2009), optar pela pesquisa quali-quant torna mais fácil ao estudioso lidar com a pluralização de vieses, o que é comum em muitas ciências sociais e que exige uma abordagem ampla das perspectivas de um objeto, com vistas a contextualizá-lo no campo da análise.

O método descritivo-longitudinal possui natureza aplicada, uma vez que foi elaborado para explorar os elementos de suas descobertas de modo a aplicá-los a um problema específico existente no ambiente corporativo (COLLIS; HUSSEY, 2005) em que o emprego de GI fere a representação fidedigna de relatórios que visam informar o público acerca da sustentabilidade da gestão empresarial.

De modo sequencial e lógico, a figura a seguir descreve graficamente os aspectos quantitativos e qualitativos mencionados acima.

Figura 4: Lógica da pesquisa



Fonte: Produzido pelo autor.

Conforme a Figura 4, as imagens texturizadas indicam, na pesquisa, as fases em que houve a aplicação do método qualitativo, enquanto as imagens destacadas em cinza referem-se ao método quantitativo aplicado no contexto deste estudo. Portanto, o objeto de pesquisa (D-CSR) teve seu conteúdo analisado conforme Bardin (2011) e foi medido o nível de AI (bid-ask-spread) a partir da publicação desse conteúdo em momentos distintos. A seção 3.3 trata dos critérios que conduziram a pesquisa à escolha de momentos específicos para a mensuração do nível de AI.

Para os estudos utilizados nesta pesquisa, considera-se D-CSR como instrumento de relação ou interlocução entre empresa e sociedade (JENSEN, 1976; EPSTEIN; FREEDMAN, 1994; GRAY et al., 2001). Conforme a GRI, D-CSR é o disclosure de informações acerca das ações em responsabilidade social corporativa publicadas anualmente em relatórios de sustentabilidade (GRI, 2011). Mais especificamente, analisa-se o *disclosure* acerca de programas sociais economicamente sustentados pelas empresas e o disclosure de ações ambientais, conforme proposta de mensuração do nível de gerenciamento da impressão, matéria deste estudo.

A codificação do GI em D-CSR foi realizada por meio de análise de conteúdos que focam em disclosure de ações sociais e ambientais no âmbito empresarial (BARDIN, 2011). Segundo Aerts (2005), a análise de conteúdo quando refere-se ao GI em relatórios

contábeis, consiste em dividir o texto em fragmentos significativos e em codificá-los de acordo com regras bem definidas (AERTS, 2005).

Procedeu-se à análise de conteúdo com vistas a mensurar o nível de GI na narrativa do D-CSR, especificamente em relação ao disclosure socioambiental. Os enunciados identificados como GI foram classificados e codificados de forma a obter-se um número que indicasse o nível agregado de GI. Como resultado, foi evidenciada a variável de interesse da presente pesquisa, a qual foi testada estatisticamente.

Considerando os objetivos e as características deste estudo, por meio da análise conceitual, buscou-se compreender o efeito do impacto do uso de GI na narrativa contábil no nível de AI, além de fazer inferências para descrever e analisar como esse fenômeno é construído. A figura a seguir ilustra e resume como a pesquisa foi elaborada.

Figura 5: Modelo analítico da pesquisa

Gerenciamento da Impressão em Relatórios de Sustentabilidade e Assimetria Informacional em Empresas de Capital Aberto no Brasil				
Problema				
Como o gerenciamento da impressão aplicado ao disclosure em responsabilidade social corporativa influencia o nível de assimetria informacional (AI)?				
Objetivo Geral				
Verificar como o emprego do gerenciamento da impressão (GI) no disclosure em responsabilidade social corporativa (D-CSR) influencia a AI				
Objetivos Intermediários				
Identificar e sistematizar as interseções teórico-empíricas que explicam o uso do GI em D-CSR	Propor modelo adaptado de medição do nível de GI aplicável a narrativa em D-CSR	Medir o nível de GI em D-CSR publicados por companhias da B3	Verificar a existência de relação entre GI aplicado ao D-CSR e AI	Compreender o funcionamento da relação entre GI aplicado ao D-CSR e AI
Coleta de dados				
Relatório de Sustentabilidade				
Técnicas de GI				
Atribuição, Enfatização, Temático-Enfatização e Comparação				
Validação do Método Usado na Medição do Nível Agregado de GI				
Análise de Especialistas ↔ Alfa de Cronbach ↔ Teste de Confiabilidade de Krippendorff ↔ Regressão Linear Múltipla a partir dos Determinantes do GI				
Análise dos resultados				
Análise documental ↔ Análise Descritiva ↔ Análise Multivariada ↔ Regressão Não-linear Múltipla com Dados em Painel				

Fonte: Construída com base nas hipóteses e métodos de pesquisa usados neste estudo, adaptado de Gonçalves (2011)

Portanto, conforme a Figura 5, com a finalidade de demonstrar evidências que contribuam para o entendimento do efeito do emprego de gerenciamento da impressão (GI) em relatórios de sustentabilidade, especificamente nas dimensões social e ambiental, o fenômeno foi codificado e mensurado por meio do uso de quatro técnicas de GI. Somente após a técnica de codificação e mensuração adaptada de Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009) ser validada é que os dados foram colhidos – descritos – e as hipóteses de pesquisa contendo as variáveis de interesse do estudo testadas por meio de análise multivariada.

3.2 SELEÇÃO DA AMOSTRA

A necessidade de obtenção de dados sobre o BAS com frequência compatível à velocidade de reação dos investidores à publicação do disclosure é relevante para determinação do critério de escolha da amostra. Por esse motivo e, para os efeitos do presente estudo, foram selecionadas empresas com maior frequência de negociação diária na bolsa, as quais constam do índice IBRX-100.

Para a obtenção da amostra, foram selecionadas 165 empresas, cujas ações constaram do IBRX-100 pelo menos por um dia em todos os anos entre 2016 e 2019. Foram excluídas desta análise ações com média anual de participação no IBRX-100 menor do que 20 dias/ano nos quatro períodos estudados, chegando-se a uma amostra contendo 125 empresas. A seguir, foram retiradas outras ações, por diversos motivos: de empresas em processo de recuperação judicial, em processo de fusão e de empresas pertencentes a grupos empresariais da própria amostra, chegando-se a 93 empresas. Desse subtotal, extraiu-se mais 30 empresas por falta de dados necessários para a análise (relatórios de sustentabilidade ou variáveis de controle), chegando-se a uma amostra contendo 63 empresas.

Desse grupo de 63 empresas, foram retirados 5 bancos, atingindo a amostra final com 58 empresas. Os bancos não participaram da amostra final por apresentarem especificidades no cálculo do endividamento, conforme prescreve norma do Banco Central, o que poderia levar a distorções nos resultados da pesquisa.

Quadro 4: Seleção da amostra

Sequência	Critério	Empresas
1	Empresas que constaram do IBRX-100 pelo menos por um dia em todos os anos entre 2016 e 2019	165
2	Excluídas 40 ações com média anual de participação no IBRX-100 menor do que 20 dias/ano nos quatro períodos estudados	125
3	Excluídas 32 ações de empresas em processo de recuperação judicial, em processo de fusão e de empresas pertencentes a grupos empresariais da própria amostra	93
4	Excluídas 30 empresas por falta de dados (relatórios de sustentabilidade ou variáveis de controle)	63
5	Excluídos 5 bancos	58 (Amostra final)

Fonte: Produzido pelo autor

O quadro a seguir apresenta a distribuição das 58 empresas da amostra por setor econômico conforme classificação da B3.

Quadro 5: Distribuição da amostra pesquisada por setor econômico

SETOR	QUANTIDADE	PARTICIPAÇÃO (%)
Bens Industriais	8	13.79
Comunicações	2	3.45
Consumo Cíclico	9	15.52
Consumo Não-Cíclico	6	10.34
Financeira	7	12.07
Materiais Básicos	5	8.62
Petróleo, Gás e Combust	2	3.45
Saúde	2	3.45
TI	1	1.72
Util Pub	16	27.59
Total	58	100%

Fonte: dados da pesquisa

As empresas estão distribuídas em dez setores com maior presença em Utilidade Pública (água e saneamento e geração, transmissão e fornecimento de energia elétrica), Consumo Cíclico (maior parte do varejo) e Bens Industriais (siderúrgicas de aços especiais, administradoras de concessões em transporte, construção civil e indústria de máquinas e equipamentos).

A amostra contemplou também o setor Financeiro com seguradoras, imobiliárias, administradora de cartão; de Consumo Não-Cíclico, composto por indústrias alimentícias; e de Materiais Básicos que produzem a matéria-prima base da cadeia industrial, como petroquímicas, mineradoras, papel e celulose e siderurgia de base.

Por fim, a amostra traz um grupo menor de empresas de Comunicações (telefonia celular e internet); Petróleo, Gás e Combustíveis; Saúde e Tecnologia da Informação (TI).

3.3 DESCRIÇÃO DA VARIÁVEL DEPENDENTE: ASSIMETRIA INFORMACIONAL

A variável de interesse AI (dependente) obtida a partir da amostra deste estudo tem o fulcro de revelar o efeito do emprego do GI_AG sobre os investidores. Tal variável (AI) foi construída por meio do *bid-ask spread* (BAS) da empresa *i* no momento *t*, calculado da seguinte forma (AMIHUD; MENDELSON, 1986):

$$BAS_{it} = \sum(P_{it}^a - P_{it}^b) / \sum Pm_{it} \quad (1)$$

Em que:

$P_{i,t}^a$ = ask cotado (menor oferta de venda) no período de tempo *t* da empresa *i*;

$P_{i,t}^b$ = bid cotado (maior oferta de compra) no período de tempo *t* da empresa *i*;

$Pm_{i,t} = \sum(P_{it}^a + P_{it}^b) / 2$,

O período (espaço de tempo) em que é medido o nível de assimetria informacional deve repercutir o impacto das informações sociais e ambientais constantes do último relatório de sustentabilidade (D-CSR) publicado. Seguindo Amiram, Owens e Rozenbaum (2016), a pesquisa, objeto deste trabalho científico, mediu o BAS 1 e 2 dias antes e depois da publicação do D-CSR e dos resultados anuais e trimestrais subsequentes à publicação do D-CSR de cada uma das 58 empresas, no período de 2016 a 2019.

Com relação aos relatórios selecionados para a análise, o estudo levou em conta a tendência adotada mundialmente, a partir de 2015, acerca do padrão adotado em ações de sustentabilidade.

Daquele ano em diante, os gestores passaram a elaborar os relatórios de sustentabilidade considerando os Objetivos do Desenvolvimento Sustentável (ODS), formulados pela ONU e que têm sido observados por empresas e governos, com vistas a colaborar com as metas globais de erradicação da pobreza e proteção do meio ambiente e do clima.

Assim, com o intuito de considerar essa nova abordagem, trazendo o estudo para um escopo comum, no que refere-se ao cumprimento das novas diretrizes de ações socioambientais por parte das empresas da amostra, elegeu-se o ano de 2016 como o ponto de partida da presente pesquisa.

A escolha do espaço de tempo para medição do BAS, a exemplo do que foi aplicado por Amiram, Owens e Rozenbaum (2016), leva em conta o contraste direcional temporário encontrado pelos autores a partir da disponibilização de três tipos de comunicação com o mercado ((i) resultado anual, (ii) previsão de gestores e (iii) previsão de analistas)) sobre o nível de assimetria informacional num curto lapso temporal.

Para os referidos autores, a direção do efeito, o impacto de informações públicas sobre a AI é determinada pela forma como os elementos contidos no comunicado relacionam-se com dados anteriores mantidos por investidores sofisticados e não sofisticados (AMIRAM; OWENS; ROZENBAUM, 2016). Por este motivo, espera-se que o nível percebido de GI em D-CSR, combinado ao resultado divulgado (anual ou trimestral) e às informações mantidas por investidores impactem o nível de AI.

Em resumo, mediu-se o efeito da publicação das informações sociais e ambientais contidas no relatório de sustentabilidade (D-CSR) com base no o *bid-ask-spread* levando-se em conta a data de publicação do D-CSR e a data de envio das demonstrações financeiras padronizadas (DFP) e relatórios trimestrais (ITR) à CVM.

Como o objeto do estudo em questão é a divulgação do D-CSR, inicialmente o BAS foi medido levando em consideração a data de publicação desse documento. Com base nessa divulgação e considerada a Hipótese do Mercado Eficiente (HME), espera-se que investidores reajam ao emprego de gerenciamento da impressão (GI_Ag) contido na narrativa acerca das dimensões ambiental e social no período de dois dias que circundam a publicação do D-CSR.

Por tratar-se de disclosure voluntário, empresas publicam seus D-CSR em datas distintas. Por este motivo, na amostra deste estudo e dentre as companhias que divulgaram suas datas de publicação, constatou-se que 60 % dos relatórios de sustentabilidade foram publicados entre 01 de abril e 30 de agosto do ano posterior a que refere-se a apuração dos dados, com maior concentração em torno de 26 de junho (mediana).

Importante notar que 55% das empresas consideradas na amostra não informaram o dia em que realizaram a publicação, inviabilizando, nesses casos, a mensuração da variável AI.

Diante do reduzido número de empresas que informaram a data de publicação dos relatórios de sustentabilidade (26 - 45% da amostra), passou-se a considerar o possível efeito de informações ambientais e sociais combinadas ao disclosure obrigatório (relatórios trimestrais e demonstrações financeiras padronizadas). Espera-se que as informações socioambientais publicadas nos relatórios de sustentabilidade combinadas às informações obrigatórias publicadas posteriormente possam impactar o nível de assimetria informacional.

Assim, optou-se por incluir no estudo o possível efeito dessa conjunção de informações (socioambientais e resultados) por ocasião da data de anúncio dos resultados anuais e trimestrais. Sendo estes últimos referentes ao 2º e 3º trimestres (ITR). O 1º trimestre foi desconsiderado no estudo em função da proximidade de sua divulgação com a publicação do resultado do ano anterior (DFP).

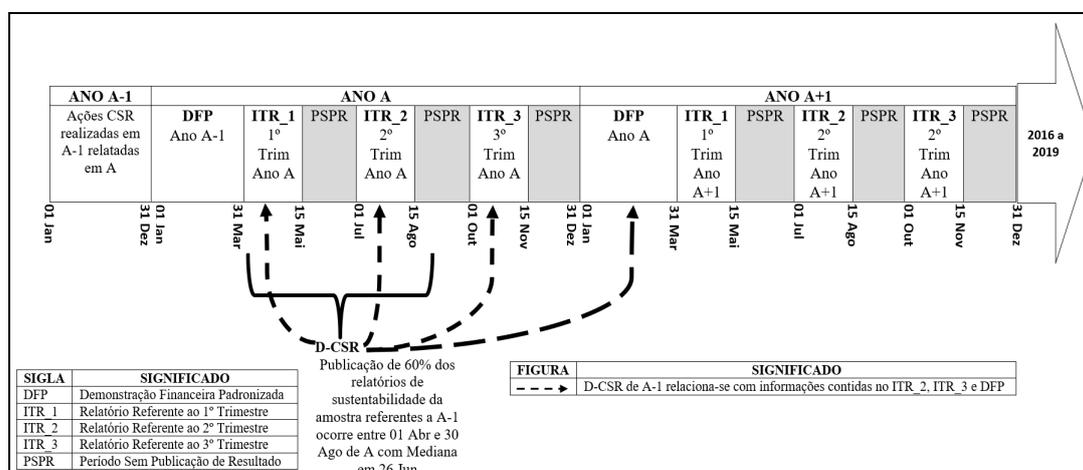
Os dias de envio das demonstrações financeiras padronizadas (DFP) e trimestrais (ITR) à B3 são as datas em que o resultado anual e trimestral da empresa são levados ao conhecimento do público externo pela primeira vez. Os relatórios contábeis, juntamente com outros documentos obrigatórios, são enviados à B3 e as empresas procedem à publicação dos mesmos concomitantemente aos envios, conforme previsto no artigo 25 da Instrução CVM nº 480/2009, dando acesso do seu teor ao público em geral (CVM, 2009).

Vale destacar que, segundo Kim e Verrechia (1992), há evidências de maior incidência de AI em épocas de anúncios de resultados, em função de ser o período em que ocorre mais julgamentos de informações públicas por parte de alguns *traders*. Assim sendo, considerada a forma semiforte do HME, informações socioambientais constantes do D-CSR e respectivo emprego de GI teriam influência no processo decisório que ocorre em janelas temporais próximas à data de publicação do resultado (anual ou trimestral), especificamente quando do envio da DFP, motivo pelo qual este recorte é utilizado como parâmetro neste estudo.

Acerca da definição do período mais adequado para mensuração do BAS, Arcúrio e Gonçalves (2020) observam que não há um consenso na literatura a esse respeito e citam diferentes períodos de mensuração: “Roll (1984) com dois períodos, o de 21 dias úteis e o de 21 semanas; Amihud e Mendelson (1986) e Welker (1995) que utilizam somente o último dia de negociações do exercício financeiro; Rodrigues e Galdi (2017) que empregam o período anual; e Bhat e Jayaraman (2009) que utilizam datas desbalanceadas, sendo 7 dias para mensuração da assimetria antes da divulgação contábil e de 28 dias para o período pós divulgação contábil” (ARCÚRIO; GONÇALVES, 2020, p. 43).

Assim, para os efeitos desta pesquisa, o BAS foi medido a partir da data de envio das DFP e ITRs à B3, cujos dados foram colhidos na página da CVM ([Consulta de Documentos de Companhias Abertas \(cvm.gov.br\)](http://www.cvm.gov.br)). A figura a seguir resume a abordagem temporal empregada nesse estudo para mensurar a influência do GI_Ag constante de D-CSR no BAS.

Figura 6: Mensuração do nível de AI (BAS 1/2 dias depois e antes do envio da DFP/ITR à CVM)



Fonte: Elaborado pelo autor com base em Amiram, Owens e Rozenbaum (2016), O'Hara (1997), Kim e Verrechia (1992).

Conforme disposto no artigo 28 da Instrução CVM nº 480/2009, a DFP referente ao ano A é enviada à CVM até 31 de março do ano A+1. O BAS é mensurado, a contar da data de envio das demonstrações contábeis de cada empresa, um e dois dias antes e depois desse evento.

A medição do BAS em momento anterior à data de envio das DFP tem o intuito de obter informações acerca da antecipação de investidores sofisticados, o que evidenciaria a presença ou não da forma semiforte da HME (emprego de informações públicas no processo decisório).

Da mesma forma e considerando o envio de informações acerca dos resultados trimestrais, conforme artigo 29 da Instrução CVM nº 480/2009, os ITR referentes ao segundo e terceiro trimestres são enviados para publicação até os dias 15 de agosto e 15 de novembro respectivamente.

Tomando como exemplo o ano de 2016, para descrever o que está disposto na figura 6 (acima), cabe ressaltar que o relatório empresarial que trata das ações de sustentabilidade ao longo deste período será publicado somente em 2017, pois as informações nele contidas referem-se ao exercício fiscal encerrado em 31/12/2016.

Porém, as empresas cuidam de cumprir, primeiro, a exigência legal que é a publicação dos resultados, em números, referentes ao encerramento contábil, deixando para publicar posteriormente o relatório de sustentabilidade, que não é obrigatório no momento do fechamento do período fiscal. Por esse motivo, os relatórios de sustentabilidade são publicados em sua grande maioria a partir de abril do ano seguinte. Importante notar que o relatório obrigatório referente ao encerramento do exercício financeiro (DFP) deve ser enviado à CVM até 31 de março.

Um caso que exemplifica o que foi exposto acima, é o D-CSR 2018 da empresa WEG, publicado em 30 de maio de 2019. Nesse documento, constam informações econômicas (receita líquida, EBTIDA, lucro líquido etc), sociais e ambientais.

Os dados econômicos referentes a 2018 constantes desse D-CSR são irrelevantes, pois foram divulgados anteriormente (19 de fevereiro de 2020) por meio da DFP em cumprimento às determinações da Instrução CVM nº 480/2009. Tais informações econômicas tiveram utilidade, conforme HME, apenas na época da divulgação do resultado (19 de fevereiro) e não no momento da publicação do D-CSR (30 de maio).

No entanto, apesar da irrelevância das informações financeiras, os dados socioambientais constantes desse relatório D-CSR 2018 continham novos dados com potencial de alterar a percepção do investidor, sobretudo quando contrapostos a resultados econômicos mais recentes, como o relatório trimestral emitido pela empresa em 24 de julho de 2019 (ITR 2).

Apesar desta constatação, não é possível afirmar se as informações socioambientais constantes do D-CSR 2018, publicadas em 30 de maio, tornaram-se relevantes para a tomada de decisão do investidor. Também não é possível precisar, no caso de tais informações terem relevância, em que momento isso ocorreu. Em outras palavras, não é possível precisar se tais informações serão úteis na tomada de decisão e, se forem, em que momento o serão.

Nesse exemplo (WEG), os dados constantes do D-CSR poderiam ser irrelevantes por ocasião de sua publicação, em 30 de maio, tornando-se relevantes quando combinados ao anúncio do resultado em 24 de julho (ITR 2). Portanto, no momento em que foi divulgado, na publicação do D-CSR, eram irrelevantes em termos de rentabilidade para o investidor, tornando-se relevantes quando combinados às informações constantes do anúncio do resultado, ocorrido posteriormente.

Nesse caso, sob a ótica da Hipótese da Revelação Incompleta (HRI), a informação constante do D-CSR seria considerada incompleta. No entanto, é possível que, do ponto de vista da sustentabilidade, no momento da publicação do D-CSR, a informação fosse completa, porém irrelevante para o investidor em termos de rentabilidade. Por sua vez, segundo a HME, tal informação constante do D-CSR poderia tornar-se relevante posteriormente ao ser combinada à publicação de resultado, impactando o nível de AI.

Importante notar que, neste estudo, a relevância da informação sustentável é o grau de gerenciamento da impressão que a acompanha.

Por estas razões, todas as variáveis de controle foram medidas de acordo com o período do relatório ao qual referem-se. Portanto, índices de liquidez, volatilidade, rentabilidade e cobertura de analistas foram aferidos tomando-se por base o trimestre referente ao ITR ou ao ano a que refere-se a DFP em que mediu-se o nível de AI decorrente de suas publicações.

3.4 CODIFICAÇÃO E MENSURAÇÃO DO NÍVEL AGREGADO DE GERENCIAMENTO DA IMPRESSÃO

A principal variável de interesse da pesquisa objeto deste estudo (independente) é o nível agregado de gerenciamento da impressão (GI_Ag). O emprego do vocábulo ‘agregado’ constante do GI_Ag refere-se ao fato de que ele acumula o nível de gerenciamento de impressão (GI) capturado pelas quatro técnicas de GI empregadas na análise em questão (da atribuição-GIA, da ênfase-GIE, temático-enfática-GITE e da comparação-GIC). Trata-se de um índice comparável entre diferentes empresas, construído com base em Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009) e Aerts (2005).

Conforme Bardin (2011), codificar é transformar os dados brutos, de forma sistemática e agregada, em unidades, as quais possibilitam uma descrição exata das características pertinentes ao conteúdo. A codificação que leva a uma análise quantitativa e categorial exige a escolha das unidades, a enumeração e a seleção das categorias (categorização) (BARDIN, 2011).

O objeto da análise de conteúdo a ser codificado é o relatório de sustentabilidade, emitido ou não no modelo GRI pelas empresas da amostra. Para Weber (1990), na análise de conteúdo, a unidade a ser considerada no estudo pode ser uma palavra, um enunciado, o tema da pesquisa, um parágrafo ou mesmo o texto em sua íntegra. Nesta investigação, a unidade de análise é o enunciado, definido como a sequência de frases (ou frase única) emitidas entre dois brancos semânticos, duas suspensões de comunicação (GUESPIN, 1971).

Considerando o enunciado como unidade de análise no interior do relatório de sustentabilidade, o nível agregado de GI foi verificado por meio de uma adaptação dos termos selecionados à metodologia proposta por Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009) cujo modelo de mensuração da narrativa contábil emprega quatro técnicas (temática, seletiva, enfática e *benchmarking*) dentre as sete identificadas pela literatura sobre o GI (BEATTIE, 2014).

Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009) subdividiram a metodologia de análise em duas categorias: (i) qualitativa, com o uso de enunciados e palavras-chave, sem o emprego de montantes/números; e (ii) quantitativa, cujo elenco de enunciados/palavras-chave, necessariamente, contempla montantes/números, de forma que a combinação dessas técnicas resulte, de forma agregada, em um único índice. De modo análogo, esta pesquisa propõe a criação de um índice agregador do nível de GI

contido em técnicas distintas de gerenciamento da impressão (quantitativa ou qualitativa), considerando as especificidades do disclosure socioambiental, com o objetivo de agregar valor aos estudos já realizados, referentes a esse tema. A intenção é adaptar o modelo de Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009) à realidade dos relatórios de sustentabilidade.

Nesse mister, foram utilizadas quatro técnicas para identificar o emprego do GI na narrativa que embasa o estudo em questão (atribuição, ênfatização, temático-ênfatização e comparação de desempenho), selecionadas dentre as sete, conforme classificação de Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009) e de Beattie (2014). Ressaltando que tais métodos foram empiricamente aplicados por Aerts (2005) (atribuição) e por Guillamon-Saorin, Isidro e Marques (2017) (ênfatização, temático-ênfatização e comparação de desempenho).

Para a elaboração desta pesquisa, além de refutar o emprego da técnica da ‘seletividade’, adaptou-se a técnica ‘temática’ do modelo de Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009), conforme detalhado ao longo desta seção, em função das especificidades das informações constantes dos relatórios de sustentabilidade em relação ao objeto do trabalho realizado pelas autoras (divulgação do resultado anual na imprensa – sigla em inglês ARPR).

O Quadro a seguir apresenta descrição resumida das técnicas empregadas por Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009) e por Aerts (2005) na identificação do GI no contexto da narrativa contábil e na medição do de seu nível. Estes serão os métodos usados nesta pesquisa.

Quadro 6: Técnicas de GI empregadas neste estudo

Técnica GI	Descrição
Temática (Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce, 2009)	Utiliza-se da frequência de palavras ou enunciados, com conotação positiva ou negativa a fim de conduzir a perspectiva do leitor.
Enfática (Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce, 2009)	Empregam-se técnicas de apresentação (localização/posicionamento, repetição ou reforço/adjetivação/qualificação) com o propósito de destacar a linguagem do texto contábil, tornando-o mais óbvio, acessível aos leitores.
Comparação do Desempenho (Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce, 2009)	São selecionados casos de outras empresas do mesmo setor ou da própria companhia, no passado, que retratam o desempenho atual, situando-a na melhor posição possível. Isso faz com que o leitor tenha uma visão positiva, desfocando o seu olhar do contexto geral que poderia indicar, para a mesma questão evidenciada, uma situação negativa.
Da atribuição (Aerts, 2005)	Credita, por um lado, os aspectos positivos de gestão ao ambiente interno da empresa e, por outro, atribui o que é negativo a situações externas e fora do controle da companhia.

Fonte: Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009) e Beattie (2014)

A adaptação realizada no modelo descrito por Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009) ocorreu na codificação com o uso da técnica da temática (conotação

positiva/negativa das palavras-chave/enunciados). Naquela pesquisa, tanto o número de palavras-chave quanto o de enunciados foram codificados (+1 para positivo/-1 para negativo) e contabilizados de modo a fornecer um valor absoluto (saldo entre palavras positivas e negativas) indicando o viés (positivo ou favorável, negativo ou desfavorável) contido no conteúdo da narrativa constante do anúncio do resultado anual publicado na imprensa (ARPR). Assim, em busca de evidências de GI, a situação econômico-financeira da empresa (resultado positivo/negativo anual) foi comparada à perspectiva (positiva/negativa) empregada por gestores na narrativa do referido anúncio do resultado veiculado na imprensa. Para exemplificar esta questão: uma empresa com resultado econômico negativo e ARPR com aceção positiva emprega GI com vistas a minimizar o impacto da notícia.

A seguir, é apresentada a técnica de GI temático-enfática adaptada e seu processo de codificação.

3.4.1 Emprego de GI por meio da Temático-Enfatização

Diferentemente de Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009), neste estudo, o sentido (positivo/negativo) contido nas palavras-chave e enunciados não foi contabilizado para efeito de medição do nível de GI. Para esta pesquisa, tais palavras/enunciados são referenciados como indicadores (sinais) da presença de GI e a sua mensuração ocorre, apenas, quando estas palavras/enunciados são validados por uma das técnicas da enfatização. Portanto, aqui, o emprego de palavras-chave caracterizadoras de vieses na narrativa contábil, como as constantes de dicionários (*codebooks* de Loughran e McDonald (2011) e Silva (2018)), não é considerado GI quando desacompanhado de uma das técnicas de enfatização (posicionamento, repetição ou reforço).

A adoção deste procedimento deve-se ao fato de que o emprego de tais palavras-chave é necessário e indispensável na construção de uma narrativa que busca espelhar a gestão contábil de uma companhia em relatórios de sustentabilidade. Neste documento, é natural e desejável que sejam apresentadas variações de desempenho empresarial relativas a períodos passados, ensejando o uso de termos com conceito positivo (aumento, crescimento, expansão etc) ou com sentido negativo (redução, piora, queda etc) capazes de traduzir a evolução ou a involução de aspectos da gestão socioambiental. Nesse sentido, tais palavras-chave não foram computadas como GI, pois considera-se que elas devem estar presentes em qualquer processo de prestação de contas, especialmente no

que se refere à sustentabilidade da gestão, a fim de facilitar o entendimento do público de interesse.

Por sua vez, conforme indicado por Loughran e McDonald (2011) e Silva (2018), palavras-chave com significados positivos/negativos informam uma tendência (temática) que pode ou não ser maximizada ou minimizada por meio da técnica de GI da ‘enfatisação’. Dessa forma, neste estudo, apenas a maximização de uma tendência positiva ou a minimização de uma tendência negativa constantes de palavras-chave foram consideradas no GI. Tal procedimento sustenta-se na teoria do disclosure voluntário (VERRECHIA, 2001; DYE, 2001), em que o gestor tende a informar fatos negativos minimizados e positivos maximizados.

O exemplo ‘A’ do Quadro 7 apresenta proposições cujas palavras-chave/enunciados foram contabilizadas como GI por Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009) e que neste estudo não serão considerados com o mesmo objetivo. Os exemplos ‘B’ e ‘C’, do mesmo quadro, adaptaram o disposto no exemplo ‘A’ mostrando em quais situações o GI seria contabilizado usando como referência o viés positivo ou negativo de palavras-chave/enunciados.

Quadro 7: Distinção entre o modelo de identificação de GI empregado em Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009) e a técnica utilizada neste estudo

Exemplo	Enunciado
A	Demonstramos que podemos expandir ^{PC+1} nossos contratos logísticos de forma rápida e <i>lucrativa</i> ^{PC+2 ENU+1}
B	<i>Demonstramos que podemos expandir</i> ^{PC+1} <i>extraordinariamente</i> nossos contratos logísticos de forma rápida e muito <i>lucrativa</i> ^{PC+2 ENU+2}
C	EXPANSÃO DOS CONTRATOS LOGÍSTICOS ^{Enu+3} <i>A expansão de nossos contratos logísticos trouxe ganhos que valorizaram nossa empresa</i> ^{Enu+4}

Fonte: modelo adaptado de Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009)

Apesar de as palavras-chave PC+1 e PC+2 (Exemplo ‘A’ do Quadro 7) possuírem enfoque positivo conforme Silva (2018), estas não seriam computadas neste estudo para efeito de nível de GI, nem tampouco o enunciado que as contém seria considerado (ENU+1), conforme o seriam em Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009).

Por sua vez, conforme Exemplo ‘B’ do Quadro 7, o ENU+2 insere os vocábulos ‘extraordinariamente’ (adjunto adverbial) e ‘muito’ (adjunto adnominal), junto às palavras-chave PC+1 e PC+2 do ENU+1 que passam a ser qualificadas (reforçadas) o que é computado como GI, neste estudo, com base em Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce

(2009). As autoras classificam o emprego de juízo de valor por meio de adjetivações como técnica de ênfase por meio do ‘reforço’ (*reinforcement*) (BRENNAN; GUILLAMON-SAORIN; PIERCE, 2009).

O Exemplo ‘C’ do Quadro 7 traz, ainda dois outros tipos de ênfase: o ‘posicionamento’ (*location/positioning*) no ENU+3 e a ‘repetição’ (*repetition*) no ENU+4. No posicionamento (ENU+3), o enunciado é destacado em relação ao texto em geral, com objetivo de chamar a atenção para o termo em evidência; e na repetição (ENU+4), uma premissa é reproduzida mais de uma vez com o intuito de fixar a ideia, de incuti-la no leitor (ENU+4 repete o ENU+3) (BRENNAN; GUILLAMON-SAORIN; PIERCE, 2009).

Destaca-se que a técnica da ‘repetição’ só é aplicada a enunciados, não sendo aplicável a palavras-chave em função de um mesmo termo ter vários significados, dependendo do contexto em que é inserido num texto. Para ser considerado repetição, basta que um enunciado, anteriormente citado, seja reproduzido, mesmo que de modo distinto, mas com o mesmo sentido com que foi aplicado em outra parte do mesmo documento. Da mesma forma, a técnica do ‘reforço’ somente é aplicada a palavras-chave, pois não é possível reforçar um enunciado com o emprego de uma única palavra, quando a intenção for adjetivá-lo. Por sua vez, o ‘posicionamento’ é aplicável a palavras-chave e a enunciados (BRENNAN; GUILLAMON-SAORIN; PIERCE, 2009).

O quadro a seguir apresenta exemplos do emprego do GI por meio da técnica ‘temática’ combinada à técnica ‘enfática’, denominada neste estudo de técnica ‘temático-enfática’ de GI.

Quadro 8: Exemplo de emprego da técnica temático-enfática de GI

Exemplo	Enunciado
D	A empresa aumentou expressivamente o investimento em programas sociais voltados às necessidades da população que vive no entorno de sua planta fabril
E	A empresa descontinuou moderadamente (R\$100 mil/ano) o investimento em programas sociais voltados às necessidades da população que vive no entorno de sua planta fabril na cidade de Canoas.

Fonte: Adaptado de Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009).

No exemplo ‘D’, o vocábulo ‘aumentou’ é uma palavra-chave com enfoque positivo, conforme dicionário de Silva (2018), pois neste caso está acompanhada pelo adjunto adverbial ‘expressivamente’. Conforme dito anteriormente, a palavra-chave sem nenhuma ênfase (reforço, posicionamento ou repetição) não é codificada como GI. No exemplo ‘E’, o vocábulo ‘descontinuou’ é uma palavra-chave (verbo) com conotação

negativa, constante do dicionário de Silva (2018), que foi acompanhada pela qualificação ‘moderadamente’ (adjunto adverbial). Por referir-se a um montante (cem mil reais), diferentemente do exemplo ‘D’ que emprega GI na forma qualitativa, o exemplo ‘E’ é codificado como quantitativo.

Portanto, conforme Guespin (1971), cada enunciado emite um significado com sentido próprio e independente dos outros enunciados. Assim, conforme Bardin (2011), a(s) frase(s) e palavra(s) contidas nos enunciados, analisadas e codificadas neste estudo, estão dentro de um contexto definido pelo próprio enunciado, inserido no contexto geral do relatório de sustentabilidade analisado. Dessa forma, neste estudo, a unidade de análise é o enunciado e a palavra-chave é uma referência (sinalização) para a identificação do emprego do GI com a técnica do viés no tom (temática positiva, negativa ou neutra), conforme Weber (1990). De acordo com Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009), a palavra-chave é um indicador primário da existência de GI e neste estudo é interpretada no contexto do enunciado em que esteja inserida.

Para identificar o uso de palavras com entonação positiva e negativa (temática) utilizou-se o dicionário elaborado por Silva (2018). Conforme Weber (1990), a abordagem temática envolve a análise de textos com foco nos tons de expressão (positivo, negativo ou neutro). Silva (2018), para desenvolver este glossário, baseou-se em Loughran e McDonald (2011) que por sua vez adaptaram o dicionário *Harvard General Inquirer* (GI/Harvard) da psicologia para o contexto econômico-financeiro (Silva, 2018).

Em todos os relatórios de sustentabilidade realizou-se análise de conteúdo, mesmo naqueles cujo framework é segmentado em unidades e capítulos específicos referentes às dimensões social e ambiental da responsabilidade social corporativa, conforme orientam os manuais GRI (GRI, 2013) ou, para os que utilizam o tripé da sustentabilidade nas dimensões ambiental, social e financeira de Elkington (1994) (SLAPER; HALL, 2011).

Essa precaução foi adotada com vistas a padronizar o método de análise, evitando-se deixar de codificar a incidência em GI, conforme escopo da pesquisa (emprego de GI nas dimensões social e ambiental). Assim, evitam-se discrepâncias que podem ocorrer no caso de relatórios que empregam o modelo de relato integrado patrocinado pela International Integrated Reporting Council (IIRC) no qual o tema sustentabilidade é abordado de forma transversal, perpassando todo o seu conteúdo. Não foram objeto de análise, nesse estudo, o sumário GRI e o relatório de asseguuração dispostos após o final do relatório de sustentabilidade propriamente dito.

No contexto desta pesquisa, a leitura do segmento de texto selecionado para análise deve ser feita, primeiramente, com foco na identificação das palavras-chave que expressam tonalidade (positiva ou negativa). Verificada a existência de tais palavras-chave, deve-se ler o enunciado que a contém, buscando-se identificar algum dos aspectos que indicam o emprego da técnica enfática de GI na narrativa (posicionamento, repetição e reforço).

Quanto à abordagem enfática do posicionamento (visual), Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009) classificam-na em três níveis de ênfase: (i) mais enfatizado, (ii) não tão enfatizado ou ênfase intermediária e (iii) não enfatizado. A ênfase visual é definida como o destaque dado pela localização/posicionamento proeminente (por exemplo, cabeçalho e subtítulos), caractere especial (por exemplo, marcadores), tipo de fonte (por exemplo, negrito, itálico, sublinhado, cor) ou por uma combinação de dois ou mais destes elementos (BRENNAN; GUILLAMON-SAORIN; PIERCE, 2009). A figura a seguir ilustra os três níveis de ênfase:

Figura 7: Níveis da ênfase pela técnica do posicionamento

CAIXA ALTA NEGRITO	
Negrito sem caixa alta	F
Texto texto texto texto texto. Texto texto texto	O
texto, texto texto texto. Texto <u>texto texto</u> texto	N
texto texto texto texto texto. Texto texto texto	T
texto texto texto texto texto texto texto texto	E
texto texto.	

Fonte: figura construída pelo autor com base em Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009)

A Figura 7 apresenta seis formatos de textos em que os enunciados, conforme Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009), estão inseridos em um dos três níveis de ênfase por meio do posicionamento. O nível ‘não enfatizado’ é aqui representado pelos enunciados nominados ‘texto’ sem qualquer destaque (negrito, sublinhado, itálico etc). Eles aparecem na maior parte do corpo do objeto de análise em um formato comum e, portanto, sem qualquer destaque.

Por outro lado, os enunciados nominados ‘fonte’ e ‘caixa alta negrito’ destacam-se de forma visual mais acentuada: o primeiro é disposto verticalmente ao longo dos enunciados e escrito numa fonte específica; o segundo destaca-se por estar posicionado no topo da página com fonte em caixa alta e negrito. Por fim, os enunciados nominados ‘negrito sem caixa alta’, ‘texto’, em negrito e em itálico destacam-se de forma intermediária quando comparados aos anteriores, sendo classificados como ‘não tão enfatizado’

Neste estudo, a inserção de enunciados na declaração (carta ou palavras) do presidente (presidência) da empresa é considerada uma ênfase em nível ‘mais enfatizado’, pois evidencia que os assuntos relevantes da companhia são tratados nesta parte dos relatórios. É importante salientar que os destaques que têm o intuito de organizar o texto, como títulos que abrem determinados temas específicos ou marcadores que enumeram uma lista de enunciados não são considerados ênfase, pois têm como objetivo principal indicar a abordagem de um determinado tópico a partir daquele ponto.

Já a abordagem enfática da ‘repetição’ da informação tem o poder de tornar mais inteligível o teor dos relatórios financeiros ou de adicionar ruído ao processo de relato, conforme Curtis (1996). A repetição de enunciados, conforme Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009), ocorre quando uma informação inserida no relatório é feita mais de uma vez. Segundo as autoras, um enunciado é considerado repetido mesmo quando há uma ligeira variação em uma ou duas palavras em ambas as asserções (BRENNAN; GUILLAMON-SAORIN; PIERCE, 2009).

A ‘repetição’ tem o potencial de confundir o leitor por duas razões: (i) faz com que ele foque o olhar em uma questão específica desviando a sua atenção de outros tópicos relevantes no corpo do relatório; e (ii) ilude-o, conduzindo-o a formar um ponto de vista específico, ao repetir informações positivas ao invés de negativas, ou vice-versa (BRENNAN; GUILLAMON-SAORIN; PIERCE, 2009).

Por fim, conforme Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009), a técnica enfática do ‘reforço’ ocorre quando acrescenta-se uma palavra qualificadora justaposta a determinada palavra-chave. Ainda, conforme as autoras, outro método que se enquadra na técnica de reforço é a atenuação do sentido negativo de uma palavra-chave. Como exemplo, o qualificador ‘um pouco’ minimiza a conotação negativa da palavra-chave ‘reduzido’ ou a palavra ‘ligeiramente’ reduz o tom negativo de ‘abaixo’, mostrando, por exemplo, que a empresa por muito pouco não atingiu a sua previsão, a sua meta (BRENNAN; GUILLAMON-SAORIN; PIERCE, 2009).

Para efeito de codificação, o quadro a seguir apresenta a pontuação dada a cada enunciado classificado como emprego da técnica temático-ênfática:

Quadro 9: Codificação do uso de GI com utilização da técnica temático-ênfática

Técnica	Codificação	Observação
Temática – positiva ou negativa (enunciado qualitativo ou quantitativo)	0	Palavras-chave (PC) com tom positivo/negativo são sinais de GI, mas não são codificadas como GI quando desacompanhadas de ênfase

Temático-enfática. Pontuação agregada mínima por enunciado medido	1.0	PC positivas ou negativas acompanhadas da técnica de reforço são codificadas como 1.0
Temático-enfática do posicionamento: enunciado mais enfatizada/ não tão enfatizada/ não enfatizada	2.0 / 1.5 / 1.0	PC com tom positivo destacadas são codificadas como 1.0 (não enfatizada), 1.5 (ênfase intermediária) e 2.0 (mais enfatizada)
Temático-enfática da repetição (enunciado)	2.0	PC com tom positivo inseridas em enunciados distintos que denotem significados idênticos são codificadas como 2.0, independentemente do número de repetições
Temático-enfática de posicionamento intermediário repetido	2.5	Um mesmo enunciado contendo temático-enfatização (1.0) pode ser destacado em posição intermediária (+0.5) e repetido (+1.0), resultando em codificação 2.5 (1.0 da temático-enfática+1.0 da repetição+0.5 do posicionamento intermediário), importando o uso da mesma PC com conotação positiva e do mesmo significado dos enunciados repetidos, independentemente do número de repetições e do uso de palavras qualificadoras distintas
Temático-enfática de posicionamento em maior destaque repetido. Pontuação agregada máxima possível por enunciado medido	3.0	Um mesmo enunciado contendo temático-enfatização (1.0) pode ser destacado em posição mais enfatizada (+1.0) e repetido (+1.0), resultando em codificação 3.0 (1.0 da temático-enfática+1.0 da repetição+1.0 do posicionamento em destaque), importando o uso da mesma PC com aceção positiva e do mesmo significado dos enunciados repetidos, independentemente do número de repetições e do uso de palavras qualificadoras distintas

Fonte: adaptado de Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009)

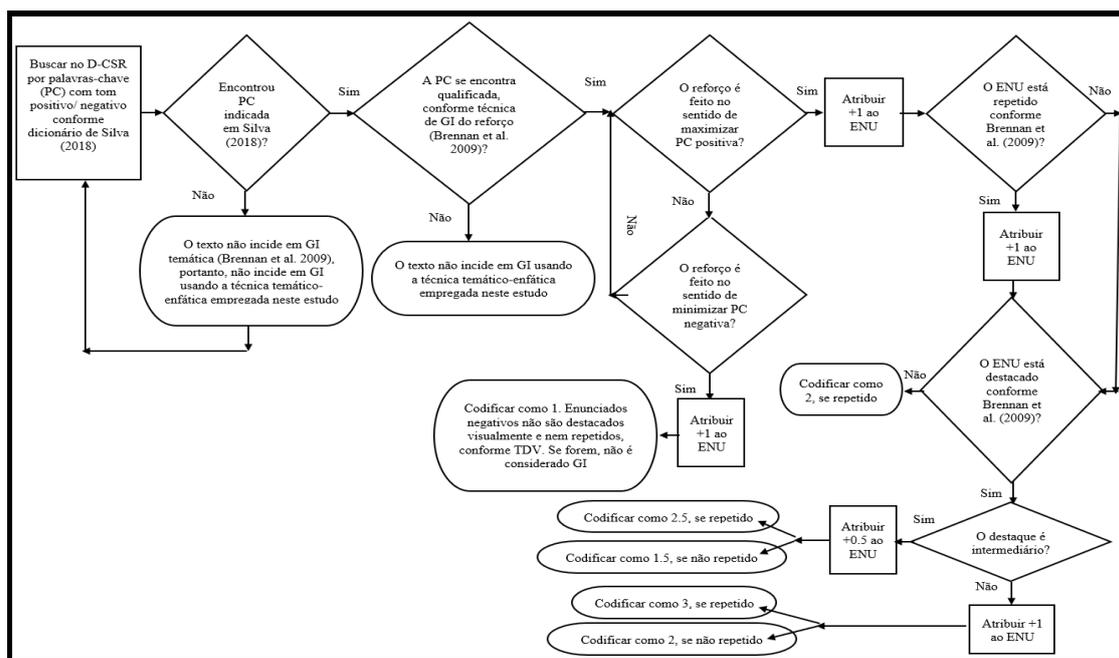
Conforme o Quadro 9, um enunciado contendo uma palavra-chave com tom positivo (negativo) acompanhada de uma adjetivação (reforço) maximizadora (minimizadora) é codificada como '1.0'. Se esse mesmo enunciado é repetido ao longo do texto, caracteriza o uso da combinação da técnica de repetição, sendo codificado como '2.0'. Se este mesmo enunciado repetido aparece no texto de forma destacada (negrito ou caixa alta) é codificado como '3.0' (ênfase maior) ou 2.5 (ênfase intermediária).

Mesmo diante do disclosure de uma informação negativa, diferentemente de Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009) que diminuam (-1) em seu escore de GI em busca do sentido do viés de suas percepções, o modelo apresentado neste estudo codifica-o de forma a somar (+1) ao nível agregado de emprego da técnica temático-enfática de GI. Nesse caso, o gestor busca reduzir o efeito negativo pelo uso do GI.

Por sua vez, enunciados negativos são codificados apenas quando empregados exclusivamente com a técnica de reforço. Portanto, não codifica-se enunciados negativos em destaque (posicionamento) ou repetidos. Isso justifica-se porque, considerada a teoria do disclosure voluntário, a única técnica de GI capaz de minimizar o sentido de um enunciado negativo é a ênfase com uso de minimizador (e.g.: ‘ligeira redução’). Pôr em destaque ou repetir um enunciado negativo significa colocá-lo em evidência, ação que contraria a tendência de reduzir o impacto negativo da informação aos olhos do investidor, evitando omiti-la. Assim, uma palavra-chave negativa para ser computada como emprego de GI deve estar acompanhada de um vocábulo qualificador (e.g.: adjunto adnominal) que reduza o seu impacto (e.g.: ‘pequena redução’).

A figura a seguir ilustra o processo de codificação com uso da técnica temático-enfática usada neste estudo para identificar o GI em relatórios de sustentabilidade:

Figura 8: Processo de codificação do GI com uso da técnica temático-enfática



Fonte: elaborado pelo autor com base em Brennan et al. (2009) e Silva (2018).

A ilustração acima indica que o processo de codificação do emprego de GI por meio da técnica temático-enfática pode variar, considerando o uso de um enunciado (ENU) contendo uma simples palavra-chave (PC) com tom positivo ou negativo acompanhada de qualificação (reforço), codificado em ‘1’, até o uso de PC constante de um ENU repetido e destacado, codificado como ‘3’.

Constata-se, ainda, nesse processo de codificação, que os ENU com conotação negativa são codificados somente com ‘1’, pois, conforme a teoria do disclosure

voluntário (TDV), não devem ser evidenciados (destacados ou repetidos), mas mitigados. Assim, no caso em que é identificado um ENU destacado e/ou repetido contendo PC com viés negativo minimizado, codifica-se apenas o emprego da técnica temático-enfática de GI (1.0).

3.4.2 Emprego de GI por meio da Comparação de Desempenho

Além de basear-se na técnica ‘temático-enfática’ (tom positivo ou negativo enfatizado por meio do posicionamento, repetição ou reforço) para identificar o emprego de GI no D-CSR por parte dos gestores, neste estudo foi utilizada a técnica de ‘comparação do desempenho’ (*benchmarking- performance comparisons*) que usa dados numéricos (quantitativos) da própria empresa referentes a anos anteriores ou de outras companhias no momento presente como referência de comparação ao desempenho atual (KRISCHE, 2005).

Há duas possíveis abordagens para interpretar o emprego da comparação de desempenho como técnica de GI: (i)a que manipula os dados de referência com o objetivo de influenciar a percepção do investidor (SCHRANDER; WALTER, 2000) e (ii)a que emprega apenas dados positivos com vistas a destacá-los (BRENNAN; GUILLAMON-SAORIN; PIERCE, 2009). Neste estudo, as duas abordagens são consideradas no processo de codificação. O Quadro 10 traz exemplos de manipulação com o uso da técnica de comparação de desempenho aplicando a abordagem da manipulação dos dados de referência.

Quadro 10: Exemplos do uso de GI pela técnica da comparação do desempenho por manipulação

Exemplo	Enunciado
F	O investimento da empresa em programas sociais cresceu 10% em relação ao ano anterior
G	O investimento da empresa em programas sociais reduziu 1% em relação ao ano anterior

Fonte: adaptado de Krische (2005) e Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009).

O exemplo ‘F’ do Quadro 10 utiliza-se do GI com o objetivo de maximizar um dado positivo. Suponha-se que a empresa relata um dado frio (crescimento de 10%) desconsiderando que o orçamento do ano atual, diferentemente do anterior, insere no cálculo dos programas sociais o montante investido em treinamento de trabalhadores da companhia, preparando-os para o manuseio de novas máquinas. Nesse caso, o crescimento foi menor do que o informado, pois capacitação profissional de colaboradores não é programa social. Dessa forma, supostamente, as informações acerca

do modo distinto de realizar os cálculos nos dois anos (inserindo e não inserindo gasto com treinamento de funcionários) teriam sido obtidas devido a uma leitura mais atenta do relatório atual ou de relatórios anteriores.

O exemplo ‘G’ evidencia o GI com o objetivo de mitigar um dado negativo. Suponha-se que a empresa relata um dado frio (redução de 1%) desconsiderando que o orçamento do ano atual, diferentemente do anterior, insere no cálculo dos programas sociais o montante investido em treinamento de trabalhadores da companhia, preparando-os para o manuseio de novas máquinas. Neste caso, a redução foi maior do que o informado. Da mesma forma que no exemplo ‘F’, as informações acerca do modo distinto de realizar os cálculos nos dois anos (inserindo e não inserindo gasto com treinamento de funcionários) teriam sido obtidas devido a uma leitura mais atenta do relatório atual ou de relatórios anteriores.

Verifica-se nos exemplos ‘F’ e ‘G’ a necessidade de conferência dos dados constantes no corpo do relatório analisado – e fora dele – para a inferência sobre o uso da técnica de GI da comparação por manipulação. Os dados de comparação são verificados em relatórios de sustentabilidade de períodos anteriores ou em outro documento quando referenciado na própria comparação. Quando tais informações não estão presentes em informativos anteriores ou não são referenciadas para verificação ou não estão acompanhadas de textos explicativos torna-se inviável verificar a manipulação, impedindo que o enunciado seja computado como emprego de GI por comparação por meio da manipulação.

O IASB especifica em sua estrutura conceitual (*Presentation and disclosure objectives and principles*, parágrafo 7.4(b)) a necessidade do disclosure possibilitar a comparação de dados da própria empresa no período em análise ou entre diferentes companhias (IASB, 2018), o que exigiria a descrição de como os gestores chegaram ao número apresentado. Desta forma, neste estudo, nos casos em que os exames de conteúdo não apontaram detalhes explicativos (memória de cálculo etc), não foi computado o uso da técnica de GI da comparação por manipulação, a fim de evitar-se codificação inapropriada.

Além do emprego pouco usual da técnica da comparação por manipulação (SCHRANDER; WALTER, 2000), empresas tendem a divulgar informações positivas em formato quantitativo com o objetivo de destacá-las, em função do poder de síntese dos números. Por sua vez, informações negativas são divulgadas em formato qualitativo

em função da minimização ser mais facilmente usada na narrativa. Assim, a comparação de desempenho torna-se uma técnica mais usada para maximizar efeitos favoráveis do que para minimizar implicações desfavoráveis (SKINNER,1994).

Nesse sentido, Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009) consideram a técnica da ‘comparação de desempenho’ como um método de ‘reforço’ (ênfase) empregado em enunciados que se utilizam necessariamente de dados quantitativos. Neste estudo, assim como em Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009), o emprego da técnica da ‘comparação de desempenho’ foi verificado apenas em enunciados quantitativos em função da literatura que versa sobre o tema indicar a maior presença desse tipo de GI no disclosure (SKINNER, 1994; BRENNAN; GUILLAMON-SAORIN; PIERCE, 2009). A técnica da comparação pode ser combinada à ênfase por meio de posicionamento ou de repetição, conforme o Quadro 11.

Quadro 11: Emprego da técnica de GI da comparação do desempenho combinada à ênfase por posicionamento e por repetição

Exemplo	Enunciado
H	EXPANSÃO DOS INVESTIMENTOS EM PROGRAMAS SOCIAIS EM 10% COMPARADA AO ANO ANTERIOR
I	A empresa aumentou expressivamente o investimento em programas sociais voltados à população do entorno de sua planta fabril
J	O gasto da empresa com programas sociais cresceu 10% em relação ao ano anterior

Fonte: adaptado de Lee et al. (2004), Kriche (2005) e Brennan et al. (2009).

O enunciado ‘H’ ilustra o uso da comparação de dados referentes a dois anos combinada ao posicionamento pelo uso de fonte em destaque (negrito e caixa alta). O enunciado ‘J’ repete o enunciado ‘I’ utilizando-se da comparação e ilustra a combinação com outro tipo de ênfase (repetição).

O quadro a seguir apresenta o modelo de codificação empregado neste estudo, que é a técnica da comparação de desempenho. Conforme Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009), tal técnica é utilizada exclusivamente para enunciados quantitativos como forma de destacar os números divulgados por meio de sua sobreposição a dados anteriores, além de ser codificada quando a comparação é manipulada, conforme estudo de Schrand e Walter (2000). Nesse processo, gestores gerenciam a impressão de forma a maximizar os números positivos e a minimizar os negativos (SCHRAND; WALTER, 2000; BRENNAN; GUILLAMON-SAORIN; PIERCE, 2009).

Quadro 12: Codificação da técnica de GI da comparação do desempenho

Técnica	Codificação	Observação
----------------	--------------------	-------------------

Comparação do desempenho (enunciado quantitativo). Pontuação agregada mínima por enunciado medido	1.0	Componente principal da técnica. As demais técnicas que compõem o conjunto do <i>benchmarking</i> enfatizam a comparação. Uma comparação não enfatizada é codificada como '1'
Comparação enfatizada por posicionamento (enunciado quantitativo): mais enfatizada/ não tão enfatizada/ não enfatizada	2.0 / 1.5 / 1.0	A ênfase de uma comparação pelo posicionamento recebe codificação '2.0' (1.0 da comparação +1.0 por ter sido conferido a ela maior destaque no posicionamento) ou '1.5' (1.0 da comparação +0.5 do destaque intermediário).
Comparação enfatizada por repetição (enunciado qualitativo)	2.0	A ênfase de uma comparação pela repetição recebe codificação '2.0' (1.0 da comparação +1.0 por ter sido repetida no texto, independentemente do número de vezes)
Comparação enfatizada por repetição e por meio do posicionamento com destaque intermediário.	2.5	Uma comparação enfatizada por meio das técnicas de posicionamento (destaque intermediário) combinada à repetição é codificada como '2.5' (1.0 da comparação +0.5 por ter sido conferido a ela destaque intermediário no posicionamento+1.0 por ter sido repetida no texto, independentemente do número de vezes)
Comparação enfatizada por repetição e por meio do posicionamento com maior destaque. Pontuação agregada máxima possível por enunciado medido	3.0	Uma comparação enfatizada por meio das técnicas de posicionamento (maior destaque) combinada à repetição é codificada como '3.0' (1.0 da comparação +1.0 por ter sido conferido a ela maior destaque no posicionamento+1.0 por ter sido repetida no texto, independentemente do número de vezes)

Fonte: adaptado de Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009)

Portanto, conforme Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009) a técnica da 'comparação do desempenho' ('*benchmarking*') pode ser combinada à técnica da 'ênfase' por ('posicionamento' ou por 'repetição'). Verifica-se que a técnica do 'reforço' ('por ênfase') não é aplicável à técnica da 'comparação do desempenho', conforme ocorre na técnica 'temático-ênfático'. A técnica do 'reforço' é combinada exclusivamente com a temática e sua ação recai, sempre, sobre palavras que apresentam tom positivo ou negativo (BRENNAN; GUILLAMON-SAORIN; PIERCE, 2009).

O Quadro 12 indica que um enunciado comparativo sem ênfase é codificado como '1.0'. Sua combinação à técnica de 'posicionamento' gera codificação '1.5' (destaque intermediário) ou '2.0' (maior destaque). Por sua vez, o uso da técnica da

‘comparação do desempenho’ combinada à técnica da ‘repetição’ é codificado como ‘2.0’. A combinação da técnica da ‘comparação do desempenho’ à técnica do ‘posicionamento’ (destaque intermediário) e à técnica da ‘repetição’ é codificada como ‘2.5’. Por fim, a combinação da técnica da ‘comparação do desempenho’ à técnica do ‘posicionamento’ (maior destaque) e à técnica da ‘repetição’ é codificada como ‘3.0’.

O uso da técnica da ‘comparação de desempenho’ não faz distinção entre resultado positivo ou negativo no processo de codificação. Ao empregá-la, o gestor visa maximizar um resultado positivo de forma a potencializá-lo ou minimizar um resultado negativo de forma a dissimulá-lo (BRENNAN; GUILLAMON-SAORIN; PIERCE, 2009). A dissimulação dá-se por meio da apresentação de quadro comparativo contendo grande quantidade de dados que mesclam informações positivas às negativas.

A técnica da comparação, neste estudo, também foi codificada quando, na elaboração do relatório, empregou-se projeções futuras e o uso de metas. Assim, quando o relatório apresentou dado atual como referência e comparou-o com metas positivas a serem buscadas no futuro, tal enunciado foi codificado como comparação. Gráficos desacompanhados de enunciados não foram objeto de codificação, pois neste estudo o elemento de análise foi a narrativa.

3.4.3 Emprego de GI por meio da Atribuição

Na técnica de GI da ‘atribuição’, o enunciado refere-se a um evento corporativo (qualitativo) ou a resultado de desempenho (quantitativo) vinculado a uma explicação lógica definida anteriormente (AERTS, 2005). Tal relação explicativa pode ser explícita ou implícita. Relações explícitas são caracterizadas por uma conjunção causal ou por uma frase causal de conexão (*e.g.*: devido a, como resultado de) ou pelo emprego de um verbo (*e.g.*: levar a, resultar em). Relações implícitas encontram-se sutilmente postas no enunciado, sem emprego de expressões caracterizadoras da relação de causa e efeito (AERTS, 2005).

Para Aerts (2005), de modo geral, as pesquisas interpretam as tendências de emprego da técnica de atribuição visando o autobenefício (*self serving*) nas narrativas contábeis como um comportamento intencional de GI. No entanto, para o autor, os vieses de atribuição nas narrativas contábeis também podem ser o resultado de um processo informacional cognitivo distinto de um processo externo de GI (AERTS, 2005). O processo informacional cognitivo enfatiza as capacidades limitadas de processamento de

informações por parte dos indivíduos para alcançar um entendimento causal abstrato dos eventos (AERTS, 2005).

Assim, há casos em que o gestor, por sua capacidade racional limitada, interpreta inadequadamente um evento e atribui sua causa a uma ação interna (evento positivo) ou externa (evento negativo). Nesse sentido, conforme Aerts (2005), é necessário perceber a diferença entre a técnica de atribuição motivada, identificada no disclosure como consequência do emprego intencional de GI, e o resultado de um processo informacional cognitivo.

Para fins deste estudo, o processo de identificação, codificação e mensuração do emprego de GI por meio da técnica ‘da atribuição’ não foi acompanhado de evidências confirmatórias para cada enunciado codificado. Portanto, a identificação de comprovações de utilização da técnica de ‘atribuição’ (uso de conjunção/ frase causal de conexão ou verbo) baseia-se na tentativa de o gestor externalizar a responsabilidade por determinado evento negativo (minimização) ou maximizar um episódio positivo que claramente teve sua causa parcialmente (ou totalmente) gerada fora da empresa, independentemente de ações tomadas pela corporação.

No que se refere ao viés cognitivo adotado pelo gestor (GI não intencional), este não foi objeto de estudo para efeito desta pesquisa, assim como em Aerts (2005), importando apenas mensurar a ocorrência do GI, seja ele intencional ou não. Tal procedimento, baseia-se em Clatworthy e Jones (2006) e em Merkl-Davies e Brennan (2011) que admitem não estar claro se o emprego de GI pode ou não advir de um processo inconsciente.

Outro conceito considerado na identificação da técnica atribucional foi o efeito conteúdo que Aerts (2005) trata em sua pesquisa como sendo o referencial segundo o qual deve-se buscar evidências do emprego da referida técnica no formato de GI. Tal conceito foi abordado ao longo desta pesquisa sob a ótica do disclosure ambiental e social. Portanto, assim como em Hassan (2018), as ações ambientais são o foco, as informações segundo as quais, aqui, se buscará identificar o emprego do GI por meio da técnica da atribuição. Da mesma forma, sob a ótica do disclosure social, assim como em Gonçalves et al. (2013), a codificação do emprego da atribuição deu-se pela constatação de investimento em programas sociais com impactos em favor da sociedade, desconsiderando aqueles criados com o objetivo de gerar benefícios exclusivamente internos para a empresa.

Assim, neste estudo, a atribuição interna refere-se a enunciado em que a empresa atribui a si própria a responsabilidade por determinado resultado socioambiental positivo advindo da gestão de um de seus programas sociais, quando, na verdade, tal resultado positivo é consequência de fator(es) externo(s) fora do seu controle. Por sua vez, na atribuição externa, o enunciado expressa que determinado resultado socioambiental negativo é causado por fator(es) externo(s), quando, na verdade, tal resultado negativo é consequência da própria gestão da empresa.

O quadro a seguir traz exemplos de GI com emprego da técnica da atribuição.

Quadro 13: Exemplo do uso de GI por meio da técnica da atribuição

Exemplo	Enunciado
K (Interno)	O aumento do investimento em educação ambiental dos moradores do entorno da fábrica deve-se ao compromisso da empresa em preservar o meio ambiente e oportunizar qualidade de vida a quem vive nas proximidades do seu pátio fabril
L (Externo)	O corte de investimentos no montante de R\$ 100 mil anuais em educação ambiental dos moradores do entorno da fábrica deve-se ao desinteresse da população em participar dos projetos sociais a eles oferecidos

Fonte: adaptado de Lee et al. (2004)

No exemplo ‘K’ do Quadro 13 (atribuição interna para evento positivo), a empresa comprava matéria-prima dos habitantes locais que a produziam às custas de depredação do meio ambiente. Eles degradavam os recursos naturais para obterem os produtos que vendiam para a fábrica. O Ministério Público (agente externo), ao tomar conhecimento desta prática, autuou o estabelecimento e exigiu que o mesmo mantivesse programa de educação dos fornecedores locais, como meio de conter a degradação ambiental. Além disso, a empresa recebeu do Governo metade dos recursos financeiros necessários à implementação do programa social. Assim, mesmo sendo externa a verdadeira causa para o aumento do investimento no programa social, a empresa assume a autoria da iniciativa.

Por sua vez, no exemplo ‘L’ (atribuição externa para evento negativo) que foi derivado do anterior, a empresa credita à população do seu entorno (ambiente externo) o motivo para reduzir investimentos em programas sociais. No entanto, tal atitude não colabora para a solução do problema. Ao contrário, indica o descompromisso da empresa com a preservação do meio ambiente. A fábrica poderia, por exemplo, usar os recursos que deixou de gastar nos programas sociais em campanha publicitária para sensibilizar a população acerca do problema ambiental, convencendo os habitantes locais a participarem dos projetos criados para esta finalidade.

Percebe-se, no exemplo ‘K’, a necessidade de levantamento de dados da empresa que não, necessariamente, estariam descritos no relatório analisado ou em informativos anteriores. No método atributivo, a falta de evidências impede a codificação do enunciado como GI. No caso do exemplo ‘L’, não é necessário conferir dados externos ao relatório analisado para concluir acerca do uso da técnica atributiva de GI. O próprio leitor pode inferir com base apenas no enunciado que houve emprego da técnica de GI da atribuição para mitigar o impacto negativo da informação.

Na técnica da ‘atribuição’, a codificação segue a mesma lógica empregada na ‘comparação do desempenho’ no que se refere à combinação com a técnica da ‘ênfase’.

Quadro 14: Codificação da técnica de GI da atribuição

Técnica	Codificação	Observação
Atribuição (enunciado qualitativo ou quantitativo). Pontuação agregada mínima por enunciado medido contendo a técnica da atribuição	1.0	Componente principal da técnica. As demais técnicas que compõem o conjunto da atribuição desempenham papel enfático. Uma atribuição não enfatizada é codificada como ‘1.0’
Atribuição enfatizada por posicionamento (enunciado qualitativo ou quantitativo): mais enfatizada/ não tão enfatizada/ não enfatizada	2.0 / 1.5 / 1.0	A ênfase de uma atribuição pelo posicionamento recebe codificação ‘2.0’ (1.0 da atribuição + 1.0 pelo maior destaque) ou ‘1.5’ (1.0 da atribuição + 0.5 pelo destaque intermediário)
Atribuição enfatizada por repetição (enunciado qualitativo ou quantitativo)	2.0	A ênfase de uma atribuição pela repetição recebe codificação ‘2.0’ (1.0 da atribuição +1.0 por ter sido repetida no texto, independentemente do número de vezes)
Atribuição enfatizada por posicionamento (enunciado qualitativo ou quantitativo) em maior destaque. Pontuação agregada máxima possível por enunciado medido	2.5	Uma atribuição enfatizada por meio das técnicas de posicionamento – destaque intermediário combinado à repetição – é codificada como ‘2.5’ (1.0 da atribuição +0.5 por ter sido atribuído a ela destaque intermediário no posicionamento+1.0 por ter sido repetida no texto, independentemente do número de vezes)
Atribuição enfatizada por posicionamento (enunciado qualitativo ou quantitativo) em maior destaque. Pontuação agregada máxima possível por enunciado medido	3.0	Uma atribuição enfatizada por meio das técnicas de posicionamento – maior destaque combinado à repetição – é codificada como ‘3.0’ (1.0 da atribuição +1.0 por ter sido atribuído a ela maior destaque no posicionamento+1.0 por ter sido repetida no texto, independentemente do número de vezes)

Fonte: adaptado de Aerts (2005) combinado ao modelo de Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009)

Portanto, a técnica de ‘atribuição’ pode ser combinada à técnica de ‘ênfase’ (‘posicionamento’ ou ‘repetição’). Verifica-se que a técnica de ‘reforço’ (tipo de ênfase) não é aplicável à metodologia de ‘atribuição’, conforme ocorre na modalidade ‘temático-ênfática’. A técnica de ‘reforço’ é combinada exclusivamente com a temática e sua ação recai sempre sobre palavras que apresentam tom positivo ou negativo (BRENNAN; GUILLAMON-SAORIN; PIERCE, 2009).

Um enunciado em que é identificado o emprego de GI por meio da técnica de ‘atribuição’ sem ênfase é codificado como ‘1.0’. Sua combinação à técnica de ‘posicionamento’ é codificada por ‘1.5’ (destaque intermediário) ou ‘2.0’ (maior destaque). O uso da técnica de ‘atribuição’ combinada à de ‘repetição’ é codificado como ‘2.0’. A combinação da técnica de ‘atribuição’ à de ‘posicionamento’ (destaque intermediário) e à de ‘repetição’ é codificada como ‘2.5’. Por fim, a combinação da técnica de ‘atribuição’ à de ‘posicionamento’ (maior destaque) e à de ‘repetição’ é codificada como ‘3.0’. O Quadro 15 ilustra o emprego da técnica da atribuição combinada à ênfase.

Quadro 15: Exemplo de emprego da técnica da atribuição combinada à ênfase

Exemplo	Enunciado
N	O aumento do investimento em educação ambiental dos moradores do entorno da fábrica <i>deve-se ao compromisso da empresa em preservar o meio ambiente e oportunizar qualidade de vida a quem vive nas proximidades do seu pátio fabril</i>

Fonte: adaptado de Lee et al. (2004), Krische (2005) e Brennan et al. (2009).

O enunciado ‘N’ repete o enunciado ‘K’ (técnica da atribuição) do Quadro 13 e o destaca em negrito e itálico. Trata-se de um exemplo do uso da técnica da atribuição combinada à técnica de ‘ênfase’ por meio do ‘posicionamento’ e da ‘repetição’.

3.4.4 Emprego de GI por meio da Ênfase em Enunciado sem viés aparente

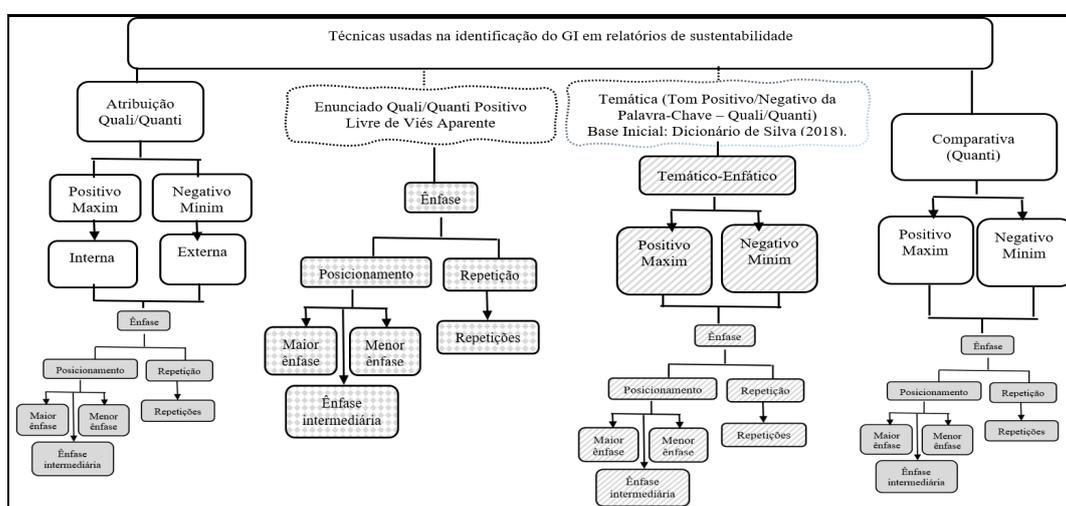
Enunciados livres de qualquer emprego de GI na forma da ‘atribuição’, ‘temática’ ou ‘comparativa’ também podem ser objetos da técnica de ‘ênfase’, caracterizando o emprego de GI por meio do ‘posicionamento’ (mais enfatizado, não tão enfatizado ou não enfatizado) e da ‘repetição’.

Dessa forma, conforme apresentado anteriormente (Figura 6), a ênfase visual é definida como o destaque dado pela localização/posicionamento proeminente (por exemplo, cabeçalho e subtítulos), caracter especial (por exemplo, marcadores), tipo de

fonte (por exemplo, negrito, itálico, sublinhado, cor) ou por uma combinação de dois ou mais destes fatores (BRENNAN; GUILLAMON-SAORIN; PIERCE, 2009).

Já a abordagem enfática da ‘repetição’ da informação, tem o poder de tornar mais inteligível ou de adicionar ruído à comunicação (COURTIS, 1996). A repetição de um enunciado ocorre quando a mesma informação é incluída mais de uma vez, mesmo que haja uma ligeira variação de vocábulos entre os enunciados (BRENNAN; GUILLAMON-SAORIN; PIERCE, 2009). A figura a seguir ilustra todas as técnicas de GI empregadas neste estudo:

Figura 9: Técnicas usadas no estudo para identificar o emprego de GI nos D-CSR



Fonte: adaptado de Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009) e Aerts (2005)

Assim, a ênfase pode ser usada em combinação com as técnicas de atribuição e comparação amplificando seu poder de gerenciar a impressão, conforme verifica-se pelas figuras que representam a técnica da ‘ênfase’ preenchidas na cor cinza logo abaixo da atribuição e da comparação. Por sua vez, a ênfase por reforço é condição para a codificação do emprego de palavras com viés temático positivo (maximização) ou negativo (minimização), conforme evidenciado na figura preenchida com listras diagonais que ainda pode ser reforçada pela repetição e pelo posicionamento. Por fim, enunciados livres de qualquer emprego de GI na forma da ‘atribuição’, ‘temático-enfática’ ou ‘comparativa’ também podem ser objeto da técnica de ‘ênfase’, caracterizando o emprego de GI, conforme indica a figura destacada com pontos cinza. Nesse caso, a técnica da ‘ênfase’ subdivide-se em ‘posicionamento’ (mais enfatizado, não tão enfatizado ou não enfatizado) e ‘repetição’.

Esta proposta de mensuração do nível agregado de GI, conforme estudo apresentado até aqui, diferentemente do modelo de Brennan et al. (2009), não trabalha

com um índice, mas com um número absoluto. Dessa forma, esse algarismo pode variar de zero (total ausência de emprego das quatro técnicas de GI do modelo), indicando um D-CSR neutro, ao infinito, no caso hipotético de um disclosure contendo infinitos enunciados com uso de GI. Tal modelo tem um aspecto inconveniente que é impossibilitar comparações entre D-CSR em função do tamanho dos textos que pode variar.

Assim, com vistas a possibilitar comparação de índices de diferentes relatórios de sustentabilidade, este modelo incorpora à sua técnica de mensuração a seguinte solução: dividir o número absoluto de GI agregado (GI_Ag), obtido pela soma do nível de GI encontrado em cada técnica (da atribuição-GIA, da ênfase-GIE, temático-enfática-GITE e da comparação-GIC), por um indicador que represente o esforço empresarial no sentido de praticar a gestão corporativa segundo uma perspectiva socioambiental sustentável. Para tanto, o denominador desta equação foi representado por indicadores de desempenho sustentável constantes do quadro a seguir:

Quadro 16: Indicadores de desempenho sustentável empregados como denominadores na transformação do GI_Ag em índice comparável entre diferentes empresas

Índice base	Descrição	Dimensão	Fonte
Community Score Grade (CSG) (Escala de 1 a 12)	Mede o nível de comprometimento da companhia em termos de posicionar-se como uma boa gestora empresarial, que busca colaborar para a proteção da saúde pública e adota postura ética em seus negócios	Social	Thomson Reuters
Environmental Pillar Score Grade (ESPG) (Escala de 1 a 12)	Mede o impacto da atuação da companhia em relação aos recursos naturais, incluindo ar, terra e água, assim como no que refere-se aos diversos ecossistemas. Reflete como uma companhia emprega suas melhores práticas de gestão para evitar colocar em risco o meio ambiente, capitalizando oportunidades em recursos naturais de forma a gerar valor aos acionistas no longo prazo	Ambiental	

Fonte: Thomson Reuters

Conforme demonstrado no Quadro 16, foram empregados dois indicadores, um social (CSG) e um ambiental (ESPG) mensurados em uma escala de 12 níveis que vai de ‘D-’ a ‘A+’. Cada letra (A, B, C e D) desse tipo de indicador contém 3 subníveis (negativo, neutro e positivo). Esses subníveis foram substituídos por números de 1 a 12, conforme tabela a seguir, com vistas a tornar os índices de GI_Ag comparáveis.

Tabela 1: Correspondência entre indicador de sustentabilidade e valor aplicado na pesquisa

Indicador	D-	D	D+	C-	C	C+	B-	B	B+	A-	A	A+
Valor correspondente	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12

Fonte: adaptado de Thomson Reuters

O emprego desses indicadores com vistas a normalizar o GI_Ag apresenta limitação por atribuir um valor numérico a cada subnível de forma *ad hoc*, sem considerar a real proporção entre os montantes atribuídos a cada subnível. Sabe-se que o indicador D- representa um nível abaixo em termos de desempenho quando comparado ao D+ e esse em relação ao B-, mas não é possível inferir o quanto D+ é maior do que D e, B+ é maior do que D+ ou D-. Expediente de codificação convertendo classificação de rating com uso de letras (AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC) para escala ordinal numérica de 1 a 8 foi empregada com eficácia por Attig, Ghoul, Guedhami e Suh (2013).

Acerca do critério de codificação nos casos em que o D-CSR refere-se às dimensões social e ambiental conjuntamente, optou-se por classificar o emprego do GI duas vezes. Assim, quando a ação narrada refere-se ao termo socioambiental ou a qualquer outro vocábulo que unifique as duas dimensões objeto desta pesquisa, a codificação da técnica de GI deu-se nas dimensões ambiental e social.

Todo o relatório de sustentabilidade foi alvo da análise de conteúdo, pois documentos que empregam o modelo de relato integrado patrocinado pela International Integrated Reporting Council (IIRC), tratam o tema sustentabilidade de forma transversal, perpassando todo o seu conteúdo. Mesmo em relatórios que delimitam os temas de sua narrativa em capítulos (seções) específicos (GRI ou não), a análise de conteúdo foi realizada na totalidade do texto com vistas a detectar a presença do escopo da pesquisa (ambiental e social com impactos sociais ou na comunidade local). Nos relatórios que utilizaram o padrão GRI, incluído aí o modelo IIRC, não foram objeto de análise nem o sumário GRI e nem o anexo GRI.

A Figura 10 sintetiza as técnicas de GI e o processo de codificação deste estudo e representa as técnicas de GI da ‘da atribuição’ (GIA), ‘da ênfase’ (GIE), ‘temático-ênfática’ (GITE) e ‘da comparação do desempenho’ (GIC) atuando sobre a narrativa constante da prestação de contas da gestão de programas sociais a cargo de companhias brasileiras com ações na B3. Verifica-se também, nesse quadro, que a identificação da presença dessas técnicas de GI na narrativa é codificada de forma a gerar um nível agregado de GI absoluto (GI_Ag) que busca refletir o impacto do conjunto de tais técnicas de GI no destinatário da informação. Ainda, é possível constatar que o GI_Ag é dividido por indicadores de desempenho sustentável (social e ambiental) obtendo-se um índice relativo comparável entre empresas (GI_Ag_R).

Portanto, a arquitetura de codificação empregada nesta pesquisa possibilita o cálculo do GI_Ag em cada uma das dimensões estudadas (social e ambiental) no formato absoluto em que o enunciado codificado em cada técnica (atribuição, ênfase, temático-ênfase e comparação) é somado, obtendo-se um nível de GI total por técnica e um nível de GI total oriundo do somatório obtido em cada técnica. Ainda, é possível obter o nível relativo de GI utilizando-se dos indicadores de desempenho como normalizadores.

Devido à importância das dimensões social e ambiental, no contexto corporativo, faz-se necessário defini-las conceitualmente. A dimensão social ou responsabilidade social de uma empresa refere-se a estratégias adotadas por seus gestores no sentido de promover ações voltadas ao bem-estar dos seus públicos internos e externos, com ações que envolvam também a sociedade em geral. A dimensão ambiental ou responsabilidade ambiental de uma empresa diz respeito ao uso sustentável dos recursos necessários ao bom desempenho de suas atividades, que vai desde o uso responsável de água, energia elétrica e papel a campanhas internas e externas de conscientização sobre a responsabilidade de cada indivíduo para com a preservação do meio ambiente.

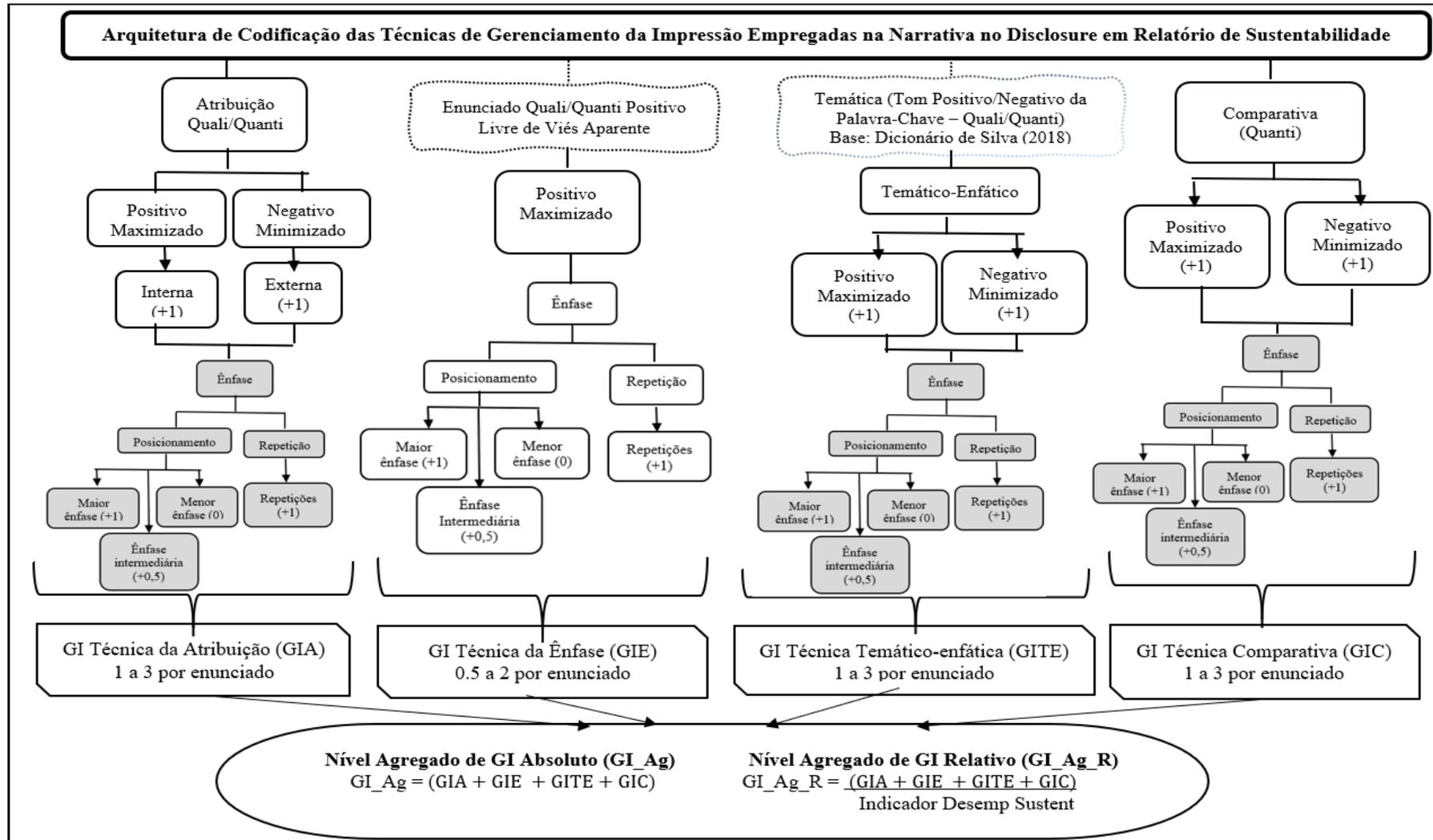
Assim, uma empresa que emprega muito GI (numerador) e tem um desempenho em sustentabilidade socioambiental ruim terá um GI_Ag_R elevado; enquanto que uma empresa com pouco GI e elevado desempenho socioambiental terá um baixo GI_Ag_R. Note-se que uma empresa situada entre esses dois extremos referidos nas últimas duas mensagens poderá fazer muito GI (somatório de técnicas de GI codificadas), mas apresentar um desempenho socioambiental elevado ou, ainda, fazer quase nenhum GI e ter um desempenho socioambiental ruim. Portanto, para efeito de comparação, uma empresa A com mesmo nível medido de GI (somatório de técnicas de GI codificadas) de uma empresa B, terá um GI_Ag_R menor se alcançar melhor índice de desempenho socioambiental.

Constata-se, ainda, que a técnica de GI da 'ênfase', além de incidir de forma a amplificar o efeito das demais técnicas (GIA, GITE e GIC) conforme a indicação na cor cinza da Figura 10, reflete diretamente na narrativa (GIE). Isso acontece em razão da ênfase (posicionamento e repetição) de enunciados que apresentam-se dissociados dos demais vieses, porém são considerados GI em função do destaque dado a eles.

Por fim, percebe-se que a proposta de codificação apresentada neste estudo adapta o modelo de Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009) no que se refere a (i)

utilização de quatro técnicas de GI (atribuição, ênfase, temático-ênfase e comparação), conforme as autoras, porém substituí a técnica da seletividade pela da atribuição; (ii) mapeia o nível de GI de forma absoluta, desconsiderando o saldo entre maximização de informações positivas e minimização de informações negativas; (iii) trabalha com dois tipos de níveis agregados de GI: um na forma de índice e outro na forma absoluta.

Figura 10: Técnicas de GI e o processo de codificação



Fonte: adaptado de Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009) e Aerts (2005)

A próxima seção busca apresentar o percurso utilizado para validar e testar a confiabilidade do modelo adaptado de codificação e mensuração do nível de gerenciamento da impressão agregado (GI_Ag), conforme proposto neste estudo.

3.5 VALIDADE E CONFIABILIDADE DO MODELO DE CODIFICAÇÃO E MENSURAÇÃO

Conforme (Bryman, 2016), os testes de confiabilidade e validade asseguram se o que se pretende medir foi medido de modo consistente, isto é, se as variáveis encontradas estão livres de vieses, considerados, conforme Malhotra (2001), os erros sistemáticos e aleatórios que poderão ser produzidos pelo instrumento de pesquisa. O erro total de medição de um instrumento se dá pela soma do erro sistemático cujo impacto é o mesmo em todas as vezes em que é realizada a medição. O erro aleatório advém do subjetivismo intrínseco na interpretação por ocasião da análise de conteúdo (MALHOTRA, 2001).

A confiabilidade refere-se ao erro aleatório e a consistência em que uma mesma medição é feita por repetidas vezes (MALHOTRA, 2001). A validação refere-se ao grau de certeza em que uma variável representa aquilo para que foi proposta a representar (BRYMAN, 2016). Desse modo, foram realizadas, na ordem posta no quadro a seguir as etapas de pré-teste, validação interna, confiabilidade e validação concorrente:

Quadro 17: Processo de testagem da confiabilidade e validade do modelo de codificação e mensuração da variável GI

Teste	Descrição	Execução do Teste
Pré-teste (BRYMAN, 2016)	Teste de apoio com vistas a realizar aprimoramentos finais no modelo de codificação e mensuração do GI	Com base nas técnicas de GI e na arquitetura de codificação e mensuração desse estudo, submeteu-se questionário prévio de validação à avaliação de especialista em investimentos certificado pela ANBIMA como forma de avaliar a clareza e pertinência do modelo e de seus itens componentes, bem como eventuais contribuições qualitativas para cada item avaliado, conforme Gonçalves et al (2014).
Teste de Validação Interna usando Alfa de Cronbach (BRYMAN, 2016)	Usado com frequência no estabelecimento de um novo modelo de mensuração, especialistas no assunto (juízes) irão opinar com base em suas experiências e intuições se um modelo de codificação e mensuração reflete o conteúdo do conceito que se quer medir (BRYMAN, 2016)	Submeteu-se por e-mail, formulário (Apêndice A), aperfeiçoado após o pré-teste, a indivíduos/instituições, solicitando-se que fossem respondidos por professores, alunos, orientandos de cursos de pós-graduação em cursos de Ciências Contábeis, Economia e Administração. Além disso, foram enviados e-mail a associações de especialistas em investimentos (APIMEC e ANBIMA). No total, foram enviados 18 e-mails. Com base nas respostas foi obtido o Alfa de Cronbach
Teste de Confiabilidade	Refere-se à quantidade de concordância entre vários codificadores do mesmo	O modelo de codificação e mensuração aperfeiçoado após a fase de pré-teste e da validação foi aplicado por indivíduo externo à pesquisa em amostra

de Krippendorff (1978)	texto. A correspondência da classificação encontrada na análise feita por elemento externo à pesquisa como a feita internamente pelo autor da tese na mesma amostra. O teste deve ser maior do que os 80% recomendados por Hackston e Milne (1996), Milne e Adler (1999) e Krippendorff (2004).	contendo, conforme Krippendorff (1978), ao menos 20 unidades de avaliação (enunciados). As mesmas unidades foram codificadas pelo pesquisador. Conforme Krippendorff (1978), esperou-se haver concordância no processo de codificação usado neste estudo para cada uma das técnicas (temático-ênfática, da comparação da atribuição e da ênfase) e para o conjunto dessas. A concordância foi medida pela quantidade de enunciados (Enu) identificados no disclosure socioambiental selecionado para o teste. Conforme Krippendorff (1980), esperou-se concordância entre pesquisador e indivíduo externo de ao menos 80% de tudo o que foi codificado no processo de codificação.
Teste de Validação Concorrente (BRYMAN, 2016)	Obtido pela confirmação de uma relação de causalidade entre a variável testada e uma ou mais variáveis conforme literatura (BRYMAN, 2016)	Empregou-se modelo (regressão) que relaciona GI (variável dependente) a outras variáveis, já testadas pela literatura (AERTS, 2005; MERKL-DAVIES, 2007)

Fonte: Produzido pelo autor com base nas referências citadas na figura

Inicialmente, com base na Figura 10, em Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009) e Aerts (2005), seguindo modelo proposto por Gonçalves et al. (2014), foi produzido questionário de validação que buscou avaliar a clareza e pertinência do modelo de codificação. Conforme o dicionário Houaiss da língua portuguesa, clareza é a característica do que é fácil de entender; e pertinência, a característica do que é apropriado (HOUAISS; VILLAR; FRANCO, 2015). O significado de pertinência se alinha ao conceito de validação interna que, conforme Bryman (2016), levanta a questão de quão confiável a variável independente medida conforme proposto pelo pesquisador realmente é ao menos em parte responsável pela variação na variável dependente. Com base em Bryman (2016) e Houaiss, Villar e Franco (2015), postula-se que clareza seja a capacidade de o nível de compreensão admitido de determinado conceito trabalhado no modelo permitir a sua operacionalização de forma eficaz e completa. Com base nas mesmas definições, postula-se que pertinência se refira à existência de relacionamento entre o conceito trabalhado no modelo com o objetivo de pesquisa, contribuindo de forma eficiente e eficaz para a sua admissibilidade.

Questionário preliminar, precedido pela leitura das regras de codificação, foi submetido a um especialista em finanças certificado pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) que fez observações acerca de trechos percebidos como de maior dificuldade de entendimento do processo de codificação exposto (clareza e pertinência). Após análise de tais observações, foi realizada entrevista com o respondente do questionário de validação do pré-teste com o

intuito de se compreender melhor as dificuldades na leitura do instrumento de pesquisa e realizar melhorias ao processo de entendimento e aplicação da codificação.

As regras de codificação juntamente com o questionário, após sofrerem aperfeiçoamentos advindos do pré-teste, foram inseridas em plataforma na internet para leitura e avaliação, juntamente com um convite para participação por meio de um link enviado por e-mail. Foi solicitada ampla participação de professores e alunos de cursos de graduação e pós-graduação em departamentos de Ciências Contábeis, Economia e Administração de quatro grandes universidades federais e particulares no Brasil e de três pesquisadores professores de universidades de outras nações que publicaram artigos sobre gerenciamento da impressão no disclosure. Ainda, foram enviados e-mail a entidades associativas de profissionais de investimento (APIMEC e ANBIMA) convidando interessados a participarem do processo de validação.

Em consequência da divulgação feita por e-mail, foram obtidas cinco respostas de juízes voluntários em participarem da validação. Portanto, foi obtido um índice de participação considerado baixo no processo de validação, cujos respondentes foram três professores de cursos de graduação/pós-graduação em Ciências Contábeis e Administração (um com pós-doutorado, um com doutorado e um mestre com doutoramento em andamento), um profissional ANBIMA e um profissional em comunicação bacharel em Comunicação Social com experiência e interesse na área de educação.

A resposta ao questionário por parte dos juízes foi precedida pela leitura de uma apresentação sucinta das regras de codificação referentes às técnicas de gerenciamento de impressão empregadas no estudo. Tais regras de codificação foram elaboradas de forma a possibilitar que um leitor de nível superior (qualquer graduação) sem conhecimento prévio do tema fosse capaz de realizar a codificação em um texto abordando o relatório empresarial no contexto da sustentabilidade.

O questionário de validação, constante do APÊNDICE A, possui 15 perguntas voltadas a capturarem o nível de pertinência de 15 conceitos fundamentais constantes do modelo de codificação e mensuração e 15 perguntas buscam medir o nível de clareza. Cada pergunta avalia os níveis de clareza e pertinência em uma escala Likert de 7 níveis entre incompreensível (1) e totalmente compreensível (7) para clareza, e impertinente (1) e totalmente pertinente (7) para pertinência. As respostas dadas a cada uma das características avaliadas (clareza e pertinência) foram submetidas ao teste de validação medido pelo Alfa de Cronbach.

O coeficiente alfa de Cronbach é considerado adequado para a certificação da consistência interna (MALHOTRA, 2006; BRYMAN, 2016) em cujo cálculo realiza-se por meio da seguinte fórmula (CRONBACH, 1951):

$$\alpha = \frac{n}{n-1} \left(1 - \frac{\sum_i V_i}{V_t}\right) \quad (2)$$

onde,

α = coeficiente alfa de Cronbach;

n = número de itens (variáveis);

i = refere-se ao item (variável);

V_i = variância do i -ésimo item (variável);

V_t = variância total da escala;

O α de Cronbach pode variar entre zero (denota ausência de confiabilidade interna) e 1 (denota total confiabilidade interna), tendo como regra geral para ser considerado confiável um α igual ou maior que 0.8 (BRYMAN, 2016). Trata-se de uma proporção estimada de afinidade entre as variáveis consideradas o que justifica a sua utilização para identificar se o instrumento de mensuração ao conciliar n conceitos que constroem as técnicas de GI empregadas em conjunto medem o que se propõe.

Por sua vez, confiabilidade no contexto da análise de conteúdo refere-se à quantidade de concordância entre vários codificadores do mesmo texto. Krippendorff (1978) identifica três tipos de confiabilidades: (i) estabilidade: a extensão em que a análise permanece inalterada ao longo do tempo; (ii) reprodutibilidade: o grau em que a análise pode ser recriada usando diferentes indivíduos; e (iii) precisão: o grau em que a análise está de acordo com um padrão (KRIPPENDORFF, 1978).

Conforme Krippendorff (2004), concordância é o que é medido; confiabilidade é o que se deseja inferir da medição da concordância. Na análise de conteúdo, reprodutibilidade é sem dúvida a interpretação mais importante da confiabilidade (KRIPPENDORFF, 2004). Nesse sentido, a mensuração da confiabilidade em análise de conteúdo é feita por meio de coeficientes de concordância, como o 'CR' de Osgood (1959), o 'S' de Bennett et al. (1954), ' π ' de Scott (1955), o ' α ' de Krippendorff (1970), o 'k' de Cohen (1960) e o ' β ' de Benini (1901) (KRIPPENDORFF, 2004).

Neste estudo utilizou-se do ' α ' de Krippendorff (1970) para mensuração da concordância, obtido por meio da seguinte fórmula:

$$\alpha = 1 - (b + c) / \frac{n}{n-1} 2\overline{pq} \quad (3)$$

em que:

$(b + c) = \%$ de discordância observada na tabela de contingência abaixo que contém as proporções a, b, c e d em cujos dois avaliadores (codificadores A e B) tinham duas opções (Valores 0 ou 1);

Figura 11: Tabela de contingência contendo duas alternativas de codificação

Valores:		Codificador A		
		0	1	
Codificador B	0	a	b	p_B
	1	c	d	q_B
		p_A	q_A	1

Fonte: Krippendorff (2004, p. 414)

Em que:

$n =$ número de 0s e 1s usados em conjunto;

$\bar{p}\bar{q} = \bar{p} * \bar{q}$, em que $\bar{p} = (p_A + p_B) / 2 =$ proporção de 0s nos dados e

$\bar{q} = (q_A + q_B) / 2 = 1 - \bar{p} =$ proporção de 1s nos dados

Assim, os dados de confiabilidade podem ser representados pela média das proporções a, b, c e d da tabela de contingência mostrada na Figura 10 em que: $(a + d)$ é o percentual de concordância observada e $(b + c)$ é o de discordância observada; e suas somas marginais mostram as proporções p de 0s e $q = 1 - p$ de 1s, conforme usado pelos dois codificadores (KRIPPENDORFF, 2004).

Nesta pesquisa, assim como no modelo simplificado da Figura 5, dois codificadores participaram do teste de confiabilidade: um indivíduo externo à pesquisa e o próprio pesquisador. O teste possibilita que seja feito por mais de dois codificadores, no entanto não foram encontrados mais voluntários em função da necessidade de o participante externo ter que apreender o processo de codificação o que demanda algum nível de esforço. Para tal, o participante externo teve que estudar as regras de codificação conforme Apêndice A. Os cinco juízes respondentes do questionário de validação foram convidados a participar do teste de confiabilidade, porém apenas um deles aceitou. O expediente de utilizar os próprios juízes do teste da validação visou aproveitar o fato de que eles tiveram que compreender as regras de codificação antes de responderem ao questionário de validação.

Por fim, com vistas a se testar a validade do GI_Ag, essa variável foi empregada como variável dependente em modelo de regressão linear que a relaciona com outras variáveis que foram utilizadas para a realização da validação confirmatória do referido

indicador (AERTS, 2005; MERKL-DAVIES, 2007). O quadro a seguir descreve tais variáveis, a relação esperada com a variável GI_Ag e sua sustentação teórica.

Quadro 18: Variáveis independentes com efeito significativo sobre o GI

Variável	Descrição	Mensuração	Relação Esperada	Autores
Endividamento	Indicador de risco financeiro que relaciona capitais de terceiros e capitais próprios. Empresas muito alavancadas podem ter problemas com esse índice por terem elevada dependência de capitais de terceiros e por isso usam mais GI do que as não tão alavancadas	Representada pela relação entre capital de terceiros e ativo total, ao final de cada período, obtida na base de dados Economática	Positiva	Aerts, 2005
Setor	Setores da economia que concentram empresas com maior probabilidade de impactar a sociedade e o meio ambiente usam mais GI do que as demais	Variável dicotômica baseada na Lei 10.165/2000 que define os empreendimentos sensíveis. Tais empreendimentos são classificados dentro de um dos 10 setores conforme a B3. Os setores sensíveis receberam valor (1) e os não sensíveis (0)	Positiva	Merkel-Davies (2007) e Boiral (2016)
Política de Independência do Conselho de Administração	Independência do conselho de administração por meio da participação de conselheiros externos e a reduz o emprego de GI	Variável dicotômica em cujo (1) indica que a empresa possui e aplica política de independência do Conselho de Administração e cujo (0) indica não haver tal política. Informação extraída da base de dados Thomson Reuters	Negativa	Abrahamson e Park (1994)
Complexidade organizacional (Tamanho)	Mede o nível de complexidade da estrutura empresarial e funciona, conforme Merkl-Davies (2007), e pode ser medida através da proxy 'tamanho da empresa'	Logaritmo do Ativo Total ou Valor de Mercado em Reais (R\$) medido ao final de cada período, obtido na base de dados Economática	Positiva	Rutherford (2003)
Risco	Medido através do β constante do modelo CAPM de Sharpe-Lintner conforme Diamond (1991)	Risco não diversificável da ação medido ao fim de cada período, obtido na base de dados Thomson Reuters	Negativa	Rutherford (2003)

Fonte: Courtis (1986); Abrahamson e Park (1994); Courtis (1998); Rutherford (2003); Aerts, 2005; Merkl-Davies, 2007; Boiral (2016); Thomson Reuters (2021); Economática (2021).

Para Aerts (2005), endividamento é o principal indicador de risco financeiro e quanto maior este índice, mais propensas se tornam as empresas a usarem táticas narrativas de enfrentamento (GI). Por sua vez, para o autor, empresas instáveis

financeiramente tendem a usar GI, sobretudo no que se refere ao emprego da técnica de atribuição (AERTS, 2005).

Conforme Merkl-Davies (2007) e Boiral (2016), o GI se vincula a setores cujo negócio envolve maior probabilidade de impacto socioambiental. Boiral (2016) entende que empresas em cujo processo de extração da matéria-prima tem alto poder de impacto no meio ambiente (e.g.: mineração, celulose etc.) utilizam-se de GI como forma de mitigar a aversão de stakeholders a negócios com impacto negativo no meio ambiente.

A relação entre gerenciamento de impressão na forma de manipulação temática e vários mecanismos de governança corporativa foi investigada por Abrahamson e Park (1994). Os autores encontraram evidências de que a independência do conselho de administração por meio da participação de conselheiros externos e a participação da alta administração reduz o emprego de GI (ABRAHAMSON; PARK, 1994).

De acordo com Courtis (1998), a cobertura da imprensa é um determinante para o maior emprego de GI, especificamente em casos cuja empresa emprega a ofuscação como ferramenta minimizadora de informações negativas. Para Rutherford (2003), a complexidade organizacional torna o emprego do GI mais presente no seu disclosure, “justificado” pelo rebuscamento estrutural compatível com a existência de necessidades específicas de gestão. Para Merkl-Davies (2007), o tamanho da empresa é proxy para complexidade organizacional.

Rutherford (2003) mediu o risco por meio do grau de alavancagem financeira propondo a existência de uma relação negativa com o GI medido pela grau de ofuscação da narrativa em relatórios anuais, não confirmada em seu teste empírico. Optou-se por empregar como proxy de risco neste estudo, o risco não diversificável, medido por meio do β (beta), constante do modelo CAPM de Sharpe-Lintner (DIAMOND, 1991). Assim, espera-se obter uma medida mais ampla do risco, em que empresas são avaliadas quanto a essa variável pela percepção do mercado.

Nesse sentido, foram consideradas as variáveis endividamento, setor, independência do conselho de administração, tamanho e risco conforme a regressão a seguir, aplicadas em toda a amostra de 58 empresas para validar a variável GI_Ag .

$$GI_Ag_{it} = \beta_0 + \beta_1 END_{it} + \beta_2 SET_{it} + \beta_3 INDEP_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 RISC_{it} + e_{it} \quad (4)$$

Em que:

GI_Ag_{it} = variável dependente da empresa i no momento t que mede o nível agregado de gerenciamento da impressão, consideradas as técnicas da atribuição, da

temático-enfatização, da ênfase e da comparação empregadas nas dimensões social e/ou ambiental do relatório de sustentabilidade da empresa i referente ao ano t ;

END_{it} = variável independente da empresa i no momento t que mede o nível de endividamento da empresa i no trimestre do período de publicação do resultado anual;

SET_i = variável independente dicotômica da empresa i em que os setores considerados sensíveis conforme Lei 10.165/2000 receberam valor (1) e os não sensíveis (0);

TAM_{it} = variável independente que mede o tamanho da empresa i no momento t por meio do logaritmo na base 10 do ativo total em Reais (R\$) medido no trimestre do período de publicação do resultado anual;

$RISC_{it}$ = variável independente que mede o risco não diversificável da ação no trimestre do período de publicação do resultado anual, conforme Beta do modelo CAPM;

β_n = representam a constante e os coeficientes das variáveis;

e_{it} = representa o termo de erro.

As variáveis independentes foram coletadas com dados sincronizados conforme os momentos em que o estudo mediu a assimetria informacional (data da DFP) compreendendo período trimestral. Depois de validado o GI_Ag e testada sua confiabilidade cujos resultados encontram-se em '4.1 TESTES DE VALIDAÇÃO E CONFIABILIDADE DO MODELO DE CODIFICAÇÃO DO NÍVEL DE GI', o modelo foi especificado conforme a seguir.

3.6 ESPECIFICAÇÃO DO MODELO PARA TESTE DA HIPÓTESE DE PESQUISA

Por considerar os efeitos do disclosure no mercado, o modelo baseia-se, inicialmente, na abordagem de pesquisa '*association-based disclosure*' que é uma das três categorias apresentadas na teoria do disclosure (VERRECHIA, 2001). Levou-se em conta, ainda, o modelo # 4 (*cheap talk*) do disclosure em base discricionária (*discretionary-based disclosure*). Em tal modelo, o equilíbrio é atingido com base na noção de que, na prática, os gerentes e / ou empresas podem divulgar tudo sobre a empresa, mas de uma maneira em que as informações proprietárias sejam sempre divulgadas com algum elemento de imprecisão (VERRECHIA, 2001).

O modelo '*discretionary-based disclosure*' de Verrechia (2001), além de considerar efeitos da informação proprietária alinhados aos conceitos do GI no disclosure voluntário, tratados por Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009), evita a abordagem

linear do modelo baseado em eficiência (Verrechia, 2001), aproximando-o da abordagem exponencial proposta por O'Hara (1997) acerca da forma entrópica como os preços convergem no tempo em função da microestrutura de mercado.

Apesar de poucos estudos questionarem a relação linear entre CSR e performance financeira, Brooks e Oikonomou (2018) indicam que estudos não-lineares têm encontrado resultados mais robustos. Por tratar de finanças ao abordar a assimetria informacional nesta pesquisa, buscou-se utilizar da forma funcional não-linear, mais adaptada aos objetivos da pesquisa com base nas características do GI.

Nessa busca, verificou-se que o modelo 'GLM' (do inglês 'método linear generalizado') contempla a não-linearidade citada por Brooks e Oikonomou (2018) em estudos sobre CSR e indicada por Dye (2001) em estudos sobre disclosure voluntário, e a forma exponencial abordada por O'Hara (1997) em estudos sobre microestrutura de mercado. Para Merkl-Davies (2007), a vantagem do GLM é que ele permite a detecção de efeitos de interação entre variáveis e, portanto, pode ser usado para testar hipóteses mais complexas.

Espera-se que o uso do modelo não-linear (5-GLM exponencial) possa espelhar a reação dos investidores ao emprego do GI no disclosure de informações acerca da performance ambiental e dos programas sociais geridos pela empresa, especificamente no que se refere ao impacto dessa gestão em seu desempenho econômico e consequente impacto na reação dos investidores.

$$BAS_{it} = \exp(\beta_0 + \beta_1 GI_Ag_{it} + \gamma_n CONTROLE_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Em que:

BAS_{it} = variável que representa o nível de assimetria informacional medido por meio do *bid-ask spread*, da empresa i no momento t , calculada da seguinte forma: $BAS_{it} = \sum(P_{it}^a - P_{it}^b) / \sum Pm_{it}$, em que P_{it}^a = *ask* cotado (menor oferta de venda) no período de tempo t da empresa i ; P_{it}^b = *bid* cotado (maior oferta de compra) no período de tempo t da empresa i , e $Pm_{it} = \sum(P_{it}^a + P_{it}^b) / 2$, conforme (AMIHUD; MENDELSON, 1986). As cotações do *bid* e do *ask* foram extraídas em bases diárias da base de dados da Thomson Reuters®. A partir de Amiram, Owens e Rozenbaum (2016), o período considerado para o cálculo foi 1 e 2 dias antes e depois da publicação do D-CSR e do envio dos relatórios estruturados à B3 (Demonstrações Financeiras Padronizadas-DFP e Relatórios Trimestrais-ITR).

GI_Ag_{it} = variável independente que representa o escore agregado de nível de gerenciamento da impressão no D-CSR da empresa i no momento t ; adaptado do modelo de Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009) para este estudo. O GI_Ag foi obtido nas dimensões social e ambiental pelo autor neste estudo, conforme seção ‘3.3 CODIFICAÇÃO E MENSURAÇÃO DO GI_AG ’. Pode ser empregado em sua forma normalizada ($GI_Ag_R_{it}$) obtida pela divisão do GI_Ag_{it} por índices de desempenho social e/ou ambiental.

$CONTROLE_{it}$ = representa o número i de variáveis de controle colhidas no momento t . Como variáveis de controle, utiliza-se de proxies empregadas em estudos anteriores cuja assimetria informacional figurava como variável dependente, como ‘qualidade do disclosure’, ‘liquidez em bolsa’, ‘cobertura de analistas’, ‘rentabilidade’, ‘volatilidade’ e ‘liquidez corrente’ (WELKER, 1995; HEALY; HUTTTON; PALEPU, 1999; LEUZ; VERRECCHIA, 2001; HEALY; PALEPU, 2001; BROWN; HILLEGEIST, 2007).

β_i = coeficiente da variável que expressa o nível agregado de GI

ε_{it} = representa o termo de erro; e

γ_n = representa matriz com n colunas, sendo n o número de variáveis de controle.

O Quadro 19 apresenta as variáveis de controle empregadas neste estudo com objetivo de se responder às principais questões de pesquisa, respectivas fontes de obtenção dos dados e relações esperadas em relação à variável dependente (BAS).

As variáveis de controle obtidas nas tradicionais bases de dados utilizadas neste e em outros estudos (Economática e Thomson Reuters) foram largamente empregadas em pesquisas cuja variável dependente é o nível de assimetria informacional (liquidez em bolsa, cobertura de analistas, rentabilidade, volatilidade e liquidez corrente) (BROWN; HILLEGEIST, 2007; LU; CHUEH, 2015; MARTÍNEZ-FERRERO; RUIZ-CANO; GARCÍA-SÁNCHEZ, 2016; RODRIGUES; GALDI, 2017; CHUNG; KIM; RYU, 2017; CUI; JO; NA, 2018; ARCÚRIO; GONÇALVES, 2020).

Assim como a coleta do GI_Ag dependeu do trabalho do pesquisador e foi detalhada na Seção 3.3, a construção da variável ISD coletada nesta pesquisa, empregada em outros estudos (GONÇALVES; MEDEIROS; GONÇALVES, 2012; GONÇALVES et al., 2014 CALLEGARI et al., 2016; OLIVEIRA et al., 2018), encontra-se detalhada no APÊNDICE B – CÁLCULO DO ÍNDICE DE SOCIAL DISCLOSURE.

Quadro 19: Variáveis de controle empregadas no estudo

Variável	Proxy(Sigla)	Descrição	Mensuração	Relação	Fonte
Qualidade do disclosure	Emprego de framework GRI e/ou IIRC (QD_CSR*)	Variável de controle que representa o nível de qualidade do disclosure conforme aderência aos frameworks consagrados GRI e/ou IIRC construída de acordo com o Quadro 19	Variável ordinal que indica o modelo empregado na construção do relatório de sustentabilidade em uma escala crescente que vai de 1 (empresa que não emprega modelo consagrado) até 5 (IIRC GRI Abrangente)	Negativa	Colhido dos D-CSR no estudo
	Qualidade do disclosure social (ISD)	Variável de controle que representa o nível de qualidade do disclosure de informações acerca dos programas sociais da empresa	Mensurado conforme Gonçalves et al. (2014) cujo resultado por empresa/ano encontra-se em uma escala crescente entre 13 e 52	Negativa	Medido no estudo
Liquidez em bolsa	Liquidez em bolsa (LIQB)	Rapidez com que a ação é negociada medida no momento da publicação do resultado	$LIQB = 100 * \left(\frac{p}{P}\right) * \sqrt{\left(\frac{n}{N}\right) * \left(\frac{v}{V}\right)}$ <p>em que: n = número de negócios; v= volume em dinheiro; N = número de negócios com todas as ações; V = volume em dinheiro com todas as ações; p = número de dias em que houve pelo menos um negócio com a ação no período; P = número total de dias do período.</p>	Negativa	Econômica
Cobertura de analistas	Cobertura de analistas (CANAL)	Analistas de mercado cobrindo a empresa	Quantidade de analistas de mercado acompanhando a empresa em 31 dez do ano a que se refere o resultado	Negativa	Thomson Reuters
Rentabilidade	Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido (ROE)	Mede a performance financeira por meio do índice de rentabilidade sobre o Patrimônio	Quociente entre Lucro Líquido e Patrimônio Líquido multiplicado por cem no momento da publicação do resultado	Negativa	Econômica
Volatilidade	Volatilidade (VOLA)	Representa o grau de incerteza dos investidores acerca da capacidade futura de realização de caixa da empresa	Desvio padrão mensal dos preços das ações de uma empresa no momento da publicação do resultado	Positiva	Econômica
Liquidez Corrente	Liquidez Corrente (LIQC)	Representa a capacidade financeira de a empresa honrar suas obrigações de curto prazo	Quociente entre ativo circulante e passivo circulante no momento da publicação do resultado	Negativa	Econômica

Fonte: Produzido pelo autor com base em dados extraídos das bases de dados Econômica e Thomson Reuters. * QD_CSR- qualidade do relatório CSR.

Ainda, a variável de controle QD_CSR, seguindo Martínez-Ferrero, Ruiz-Cano e García-Sánchez (2016), foi construída em sequência ordinal, conforme o quadro a seguir:

Quadro 20: Codificação da qualidade do disclosure baseada em frameworks consagrados em relatórios de sustentabilidade

<i>Framework</i>	Descrição	Codificação
Não emprega	Não utiliza modelos consagrados	0
GRI Essencial	Utiliza modelo que aborda os temas considerados essenciais (<i>core</i>) pela <i>Global Report Initiative</i>	1
GRI Abrangente	Utiliza modelo que aborda todos os temas (<i>comprehensive</i>) referenciados pela <i>Global Report Initiative</i>	2
IIRC GRI Essencial	Utiliza modelo que aborda os temas considerados essenciais pela <i>Global Report Initiative</i> em um framework integrado proposto pela International Integrated Reporting Council (IIRC) cujo tema sustentabilidade perpassa todo o relatório	3
IIRC GRI Abrangente	Utiliza modelo que aborda todos os temas referenciados pela <i>Global Report Initiative</i> em um framework integrado proposto pela International Integrated Reporting Council (IIRC) cujo tema sustentabilidade perpassa todo o relatório	4

Fonte: GRI(a), (2019); IIRC (2019).

O Quadro 20 apresenta a hierarquia da qualidade do disclosure construída com base nos modelos (*frameworks*) consagrados empregados comumente por grandes companhias (CHAIDALI; JONES, 2017). Conforme o Global Report Initiative (GRI(a), 2019), há duas opções em que a empresa pode aderir ao modelo GRI de relatório de sustentabilidade: (i)essencial ou *core* e (ii) abrangente ou *standard*. No modelo essencial, são relatadas as informações mínimas necessárias para entender a natureza da organização, seus temas materiais e impactos relacionados, e como estes são gerenciados. No modelo abrangente, além da divulgação do que é exigido no modelo essencial, são exigidas divulgações adicionais sobre a estratégia da organização, ética e integridade e governança. Além disso, a organização é obrigada a relatar mais extensivamente sobre seus impactos no ambiente e na sociedade, abordando todos os tópicos cobertos pelas normas GRI (GRI(a), 2009).

O Relato Integrado (IR), *framework* recomendado pelo International Integrated Reporting Council (IIRC), emprega modelo que considera os tópicos do modelo GRI (CHAIDALI; JONES, 2017), porém estruturados em uma lógica integrada distribuída por seis capitais: (i)financeiro, (ii)manufaturado, (iii)intelectual, (iv)humano, (v)social e de relacionamento, e (vi)natural (IIRC, 2019).

Assim, seguindo Martínez-Ferrero, Ruiz-Cano e García-Sánchez (2016), conforme o Quadro 20, empresas que não empregam modelos GRI ou IIRC recebem a menor codificação (0), seguindo em uma escala ordinal para as empresas que optam por adotar o modelo GRI Essencial (1), passando para o GRI Abrangente (2), para o IIRC

GRI Essencial (3) e alcançando a pontuação máxima dessa escala (4) nas empresas que usam o modelo IIRC GRI Abrangente.

3.7 LIMITAÇÕES DO ESTUDO

O estudo apresenta fatores limitantes relacionados ao método de análise empregado na mensuração do nível de GI, ao modelo econométrico utilizados na verificação da relação estudada e ao tamanho da amostra de pesquisa. Trata-se de problemas que não inviabilizam os achados, mas exigem cautela em sua interpretação o que impede que se façam quaisquer tipos de generalizações.

A análise de conteúdo apresenta como fator limitador a subjetividade intrínseca à condução das análises (SILVA, 2018). Aliado a isso, conforme Silva (2018) e Brennan, Merkl-Davies e Pierce (2009), o tamanho da amostra, contendo 58 empresas, totalizando 225 relatórios de sustentabilidade em uma análise realizada manualmente está sujeita a inconsistências.

Com relação a validade e a confiabilidade, há uma discussão acerca dos resultados distintos apresentados entre as abordagens manual e computadorizada da análise de conteúdo. Para Morris (1994), resultados de análises de conteúdo manuais e informatizadas se equivalem, enquanto, para Linderman (2001), conteúdos complexos como os dos relatórios de sustentabilidade, tornam a análise computadorizada sujeita a erros em função da dificuldade em transportar a linguagem humana aos códigos computadorizados. Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009) alegam que as técnicas de GI são sutis e sofisticadas e, portanto, complexas, e exigem a análise manual de conteúdo.

Ainda no que se refere à análise de conteúdo, especificamente quando empregada no método ‘da atribuição’, as empresas não foram estudadas em profundidade em função da grande quantidade. Conforme Aerts (2005), este tipo de pesquisa, normalmente, se baseia em dados transversais, pois existem poucas conclusões estatisticamente validadas a respeito do caráter e das consequências de tal comportamento expresso verbalmente ao longo do tempo (AERTS, 2005). Assim, entende-se que a eficácia no emprego dessa técnica de GI necessite de um estudo mais aprofundado, como no estudo de caso ou no estudo múltiplo de casos, mas que não atinja um número de empresas da amostra desta pesquisa.

No que se refere ao modelo econométrico, não foram considerados alguns fenômenos estudados na Teoria da Microestrutura de Mercado, como o efeito das comunalidades, nem do uso de algoritmos e nem a ação de *noiser traders* no processo de construção dos preços (*bid* e *ask*) empregados, neste estudo, no cálculo do nível de assimetria informacional (AI).

No que se refere ao emprego de indicadores de desempenho em sustentabilidade (CSG e EPSG) com vistas a normalizar o GI_Ag, incorre-se em limitação por atribuir um valor numérico a cada subnível de forma arbitrária, sem considerar a real proporção entre os valores atribuídos a cada subnível. Assim, conforme classificação da base de dados Thomson Reuters, sabe-se que o indicador D(-) representa um nível abaixo em termos de desempenho quando comparado ao D e esse cinco níveis em relação ao B(-) (D, D+, C-, C, C+, B-), mas não é possível inferir acerca do quanto D é maior do que D(-) e B(-) é maior do que D. Tal limitação, interfere na precisão do índice, sendo considerada uma limitação do estudo.

Por fim, entende-se que o índice de qualidade do disclosure construído com base na classificação GRI/IIRC (Quadro 20) apresenta limitação por considerar três dimensões da sustentabilidade (ambiental, social e governança- ESG) e seu emprego neste estudo ser aplicado para indicar a qualidade do disclosure em duas dimensões (social e ambiental).

4 TRATAMENTO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Este capítulo foi dividido em cinco seções: na primeira, são apresentados os resultados dos testes de validação e confiabilidade do modelo de codificação e mensuração do nível de gerenciamento da impressão proposto neste estudo; na segunda parte, são apresentados e analisados os resultados da aplicação desse modelo na amostra; na terceira, são apresentados os resultados dos testes de robustez aplicados nas regressões usadas para se testar H1; na quarta seção, são apresentados os resultados da aplicação dessas regressões; a quinta seção discute esses resultados.

4.1 TESTES DE VALIDAÇÃO E CONFIABILIDADE DO MODELO DE CODIFICAÇÃO DO NÍVEL DE GI

Conforme especificado no Quadro 16, constante da seção 3.4, as etapas de validação do modelo e teste de confiabilidade para a codificação do nível de GI, foram realizadas de acordo com os critérios abaixo descritos:

4.1.1 Pré-teste de clareza e pertinência com especialista em investimentos

Uma síntese explicativa do modelo de codificação e mensuração do GI_Ag foi submetida a um especialista em investimentos, profissional que possui certificado (ANBIMA) que o habilita a emitir parecer a esse respeito, com o objetivo de obter uma avaliação crítica sobre a clareza e a pertinência do presente estudo. Para realizar este trabalho, o colaborador respondeu a um questionário composto por uma parte objetiva (16 perguntas com respostas, seguindo a escala Likert de 1 a 7) e outra seção com questões subjetivas (19 perguntas abertas). Com base nas respostas às arguições constantes neste material de apoio, foi realizada entrevista semiestruturada, entre o pesquisador e o respondente do documento em questão, com vistas a verificar possíveis falhas e, assim, aperfeiçoar o modelo de codificação e mensuração do GI proposto.

As respostas do especialista, ao pré-teste, e a consequente entrevista, após o estudo das considerações feitas por ele, foram úteis nos seguintes pontos: (i) inserção de conteúdos explicativos sobre o modelo de codificação referente à técnica de GI temático-enfática; e (ii) aperfeiçoamento da narrativa contábil, o que contribuiu para maior clareza acerca do funcionamento da técnica de GI da atribuição. Quanto à pertinência, o pré-teste

não acrescentou observações substanciais a este estudo, pois o respondente considerou o processo de codificação quase que totalmente pertinente com os objetivos de pesquisa.

4.1.2 Análise de juízes (especialistas)

Feitos os ajustes, conforme parecer do profissional acima mencionado, que realizou o pré-teste, o questionário aperfeiçoado, constante do Apêndice A, foi enviado por e-mail a 18 avaliadores/instituições. A mensagem encaminhada por meio eletrônico continha explicações acerca dos objetivos da pesquisa e um link que direcionava o especialista ao formulário.

O referido questionário foi submetido a análise de professores dos cursos de graduação e pós-graduação em Ciências Contábeis, Economia e Administração, com uma solicitação de que eles divulgassem o link, amplamente, entre os seus alunos e demais docentes dos departamentos pertinentes às disciplinas acima mencionadas.

Dentre os destinatários do referido e-mail, três residiam no exterior. Por esta razão, o formulário enviado a eles foi traduzido para o idioma inglês. Estes respondentes foram selecionados entre pesquisadores que, nos países onde moram, já publicaram estudos sobre emprego de GI no disclosure.

Além dos destinatários acima, foram enviados e-mails a duas instituições certificadas e qualificadas no mercado financeiro: a APIMEC e a ANBIMA, com vistas a buscar a participação de especialistas em investimentos, certificados por estas entidades. Como resultado, obteve-se a participação voluntária de um profissional de investimentos, o qual possuía o referido certificado.

Dos 18 formulários enviados, foram obtidas cinco respostas: três professores de cursos de graduação/pós-graduação em Ciências Contábeis e Administração (um com pós-doutorado, um com doutorado e um com mestrado e doutorado em andamento, todos da área de Ciências Contábeis), um executivo da ANBIMA e um profissional de comunicação, bacharel em Comunicação Social, com experiência no mercado financeiro e interesse na área de educação. As respostas mostraram a consistência interna do modelo submetido à análise dos especialistas. Esta comprovação foi observada por meio da pontuação obtida com a compilação dos dados: Alfa de Cronbach de 0.9276 para o conjunto das perguntas e, de forma isolada, 0.9555 para clareza e 0.8485 para pertinência.

4.1.3 Teste de confiabilidade do modelo de codificação e mensuração do nível de GI

A fim de verificar se o modelo resultante da análise é replicável, de forma confiável, foram selecionados 20 relatórios dentre os cerca de 223 documentos (58 empresas nos anos de 2016 a 2019) avaliados na pesquisa. Cabe ressaltar que foram observados os critérios de validação descritos no tópico 4.1.2, elementos essenciais que devem ser considerados na etapa de validação interna de um estudo científico.

O profissional de comunicação, que foi um dos participantes do teste de validação, recebeu os 20 relatórios e teve 2 meses de prazo (2,5 relatórios por semana) para analisar o conteúdo dessa amostra e realizar a codificação. O pesquisador teve o mesmo prazo para analisar os mesmos relatórios e, ao final desse processo, ambas as codificações foram submetidas ao teste de Krippendorff para verificação da confiabilidade.

Os 20 relatórios analisados continham, em média, 49.000 palavras distribuídas em aproximadamente 2.950 parágrafos e 78 páginas. Foram identificados 1.260 enunciados contendo alguma técnica de GI, os quais estavam distribuídos por 56 códigos dentre os 106 estabelecidos pelo modelo. Obteve-se, para o conjunto dos 20 relatórios analisados, um resultado de 0.831 (alfa de Krippendorff- k-alpha), o que situa o presente estudo na escala de ‘alta concordância’, conforme Krippendorff (2018). Segundo esse autor, um k-alpha abaixo de 0.67 é considerado desprezível, abaixo de 0.8 baixa concordância e acima de 0.8 considerável concordância.

4.1.4 Teste de validação confirmatória por meio dos determinantes do GI

Como etapa final do processo de validação do modelo de codificação e mensuração do nível agregado de gerenciamento da impressão (GI_Ag), foi realizado teste de significância por meio de regressão linear, considerando os determinantes do gerenciamento da impressão (variáveis independentes) e a variável dependente GI_Ag (dimensões ambiental e social), obtidos nos estudos realizados entre 2016 e 2019 (4 anos).

Antes da realização das regressões para validação do modelo, foi verificado se havia a presença de correlação entre as variáveis, conforme as matrizes das tabelas a seguir:

Tabela 2: Matriz de correlação referente às variáveis das regressões de validação

	D(END)	TAM	RISCO	SETOR	INDEP	DUMMY
D(END)	1.000000					
TAM	-0.040504	1.000000				
RISCO	0.063878	-0.061778	1.000000			
SETOR	-0.011097	-0.136814	0.036667	1.000000		
INDEP	-0.002135	0.018064	-0.093115	-0.339683	1.000000	
DUMMY	-0.016969	-0.088455	-0.031773	0.141722	-0.072013	1.000000

Fonte: dados da pesquisa

Observa-se, pela matriz, não haver correlação maior do que 0,8 entre as variáveis explanatórias o que, conforme Gujarati e Porter (2011), é uma evidência de não-incidência em multicolinearidade. Complementarmente, foi feito o teste *Variance Inflation Factor* que apresentou valor menor do que 10 em todas as variáveis (GUJARATI; PORTER, 2011; BROOKS, 2014).

Verificou-se, ainda, se as variáveis apresentavam estacionaridade, o que foi confirmado para todas elas, à exceção da variável endividamento que apresentou problema que foi solucionado aplicando-se uma defasagem para ambos os modelos testados.

As regressões em painel empregadas na validação foram estimadas com efeitos aleatórios, conforme resultado dos testes de Hausman, a seguir indicados:

Tabela 3: Resultados testes de Hausman para efeitos aleatórios

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: AA_VALID_GI_DUMMY
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random (Regressão Tabela 5)	4.545709	5	0.4738
Cross-section random (Regressão Tabela 6)	3.193713	3	0.3627

Fonte: dados da pesquisa

Os resíduos em ambas as regressões apresentaram normalidade, conforme teste Jarque-Bera (p-valor >0,05).

Consideradas todas as variáveis indicadas pela literatura, conforme o Quadro 18, a tabela a seguir apresenta o resultado da regressão que melhor ajustou-se ao modelo aplicado na amostra de 58 empresas selecionadas para esta pesquisa, cujos dados foram medidos no segundo trimestre (ITR2) de cada um dos quatro anos (2016 a 2019), período em que foram feitas as análises de dados:

Tabela 4: Resultados da estimação em regressão linear entre GI_Ag (ambiental e social) e seus determinantes em amostra da pesquisa

$$GI_Ag_{it} = \beta_0 + \beta_1 END_{it} + \beta_2 SET_{it} + \beta_3 INDEP_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 RISCO_{it} + e_{it}$$

Variável (Relação Esperada)	Coefficiente	Estatística T	P-valor
C	-12.54710	-0.311804	0.7556
D(END)(+)	-0.007108	-1.471928	0.1431
SET(+)	4.674024	0.814912	0.4164
INDEP(-)	0.568436	0.112405	0.9106
TAM(+)	16.31183	3.041154	0.0028***
RISCO(-)	-12.02095	-2.288537	0.0235**
DUMMY	-60.43140	-9.748699	0.0000
RESÍDUOS			
Total de observações:	161	Média	0.191326
Período	2016 2019	Mediana	-4.050647
R2	0.169268	Máximo	69.47999
R2 Ajustado	0.136902	Mínimo	-51.73639
Prob(F-statistic)	0.000063	JB	5.971877
Durbin-Watson stat	1.827500	Probabilidade	0.050492

Fonte: Dados da pesquisa. *, ** e *** significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente

Foi necessário que a estimação fosse realizada com a correção pela matriz de *White*, uma vez que os resíduos dessa regressão apresentarem evidências de heterocedasticidade, conforme os testes de *Bartlett* (p-valor=0,0220), *Levene* (p-valor=0,0133) e *Brown-Forsythe* (p-valor=0,0151). Ainda, os resíduos não apresentam problema de autocorrelação, conforme se verifica pela estatística de *Durbin-Watson* (1.8275).

O resultado da regressão, segundo demonstram os dados acima, é considerado válido (Estatística $F < 0.05$) e a relação do GI_Ag medida com a variável ‘Tamanho’ é significativa a 1% (PValor = 0.0028) e seguiu o sentido positivo previsto pela literatura, quando relacionada ao GI (RUTHERFORD, 2003). A variável ‘Risco’ mostrou-se significativa a 5% (PValor = 0.0235) e apresentou sentido negativo quando relacionada ao GI, confirmando o proposto por Rutherford (2003).

Foi necessário, nesta regressão, o emprego de variável *dummy*, com o objetivo de se alcançar a normalidade dos resíduos, anulando os efeitos dos dados referentes às empresas *Natura* (2017) e *Vivo* (2018). Segundo *Brooks* (2014), é aceitável o uso desse expediente para eliminar até 3 informações. Não foi encontrada causa específica que explicasse por que estas companhias geraram esses ruídos em seus dados.

A validação confirmatória também foi obtida quando analisados os dados referentes à data de publicação dos D-CSR, com melhor ajustamento alcançado sem o

emprego das variáveis ‘Endividamento’ e ‘Setor’. Nesse caso, a amostra considerou apenas as 26 empresas que informaram a data de publicação de seus D-CSR.

Tabela 5: Resultados da estimação em regressão linear entre GI_Ag (ambiental e social) e seus determinantes em subamostra da pesquisa

$$GI_Ag_{it} = \beta_0 + \beta_1 INDEP_{it} + \beta_2 TAM_{it} + \beta_3 RISCO_{it} + e_{it}$$

Variável (Relação Esperada)	Coefficiente	Estatística T	P-valor
C	48.87619	0.855956	0.3944
INDEP(-)	-21.32235	-1.970052	0.00474**
TAM(+)	2.937098	0.386311	0.6969
RISCO(+)	-11.17898	-1.594306	0.0979*
RESÍDUOS			
Total de observações:	91	Média	0.051415
Período	2016 2019	Mediana	-5.469764
R2	0.089559	Máximo	71.7864
R2 Ajustado	0.058164	Mínimo	-65.27212
Prob(F-statistic)	0.041881	JB	5.548213
Durbin-Watson stat	1.531631	Probabilidade	0.062405

Fonte: Dados da pesquisa. * significância estatística a 10%.

Os resíduos dessa regressão não apresentarem evidências de heterocedasticidade, conforme os testes de *Bartlett* (p-valor=0,3134), *Levene* (p-valor=0,0540) e *Brown-Forsythe* (p-valor=0,1006). Ainda, os resíduos não apresentam problema de autocorrelação, conforme se verifica pela estatística de Durbin-Watson (1.53163)

O resultado da regressão, conforme dados constantes da Tabela 5, é válido (Estatística $F < 0.05$) e as relações do GI_Ag com as variáveis ‘INDEP’ e ‘RISCO’ mostraram-se significantes a 1% (PValor = 0.00474) e 10% (PValor = 0.0979), respectivamente, e seguiram o sentido previsto pela literatura (ABRAHAMSON; PARK, 1994; RUTHERFORD, 2003).

Com base nos resultados e evidências encontrados, foi possível constatar que o modelo de codificação e mensuração proposto é válido para mensurar o GI_Ag. Nesse sentido, procedeu-se às análises subsequentes com o objetivo de testar a relação do GI_Ag com o nível de assimetria informacional.

4.2 APLICAÇÃO DO MODELO DE CODIFICAÇÃO DO NÍVEL DE GI

Nesta seção, são apresentados e analisados, de forma descritiva, os dados relativos ao nível agregado de gerenciamento da impressão (GI_Ag) codificado na amostra pesquisada e, também, os seus componentes (social e ambiental).

4.2.1 Estatística descritiva da aplicação do modelo de codificação na amostra

No Quadro 21, o GI_Ag codificado nos relatórios da amostra é analisado como um único conjunto de dados, sem distinguir as informações, considerando as dimensões social e ambiental, de forma específica. Optou-se por apresentar uma síntese do quantitativo de enunciados encontrados nos 225 relatórios publicados pelas 58 empresas da amostra ao longo de quatro anos (2016 a 2019).

Quadro 21: Quantitativo de enunciados codificados em toda a amostra (dimensões social e ambiental)

Técnica de GI		Enunciados (Enu)	% na técnica	% no total de Enu
Atribuição (GIA)	Externalização	36	33%	1,3%
	Internalização	116	67%	
Comparação (GIC)	Como Enfatização	1889	93%	16,7%
	Como Manipulação	45	7%	
Temático-Enfatização (GITE)	Maximização	382	95%	3,8%
	Minimização	63	5%	
Enfatização de Enunciado sem Viés Aparente (GIE)	Só Repetição	143	1,6%	78,8%
	Repetição Combinada ao Posicionamento	3267	36,3%	
	Só Posicionamento	5607	62,1%	
TOTAL Enunciados Dimensões Social e Ambiental do D-CSR		11548	-	100%

Fonte: dados da pesquisa

O Quadro 21 apresenta a estatística dos enunciados encontrados nos relatórios da amostra, distribuídos pelas 4 técnicas de gerenciamento abordadas no estudo e seus respectivos modos de aplicação.

Constata-se, ao analisar os dados acima, que a ‘Enfatização’, destacada em cinza, foi a técnica mais empregada neste estudo, totalizando 78,8% dos enunciados identificados na amostra. Trata-se de enunciados livres dos vieses da ‘Atribuição’, da ‘Comparação’ e da Temático-Enfatização’, em que a única técnica de GI empregada é a ‘Enfatização’. Portanto, o resultado do modelo obtido é isento dos demais vieses proporcionados pelos métodos: ‘Atribuição’, ‘Comparação’ ou ‘Temático-Enfatização’.

No método Enfatização de Enunciado sem Viés Aparente (GIE), o ‘Posicionamento’ foi o componente da técnica de enfatização mais empregado (62,1%), seguido pela ‘Repetição combinada ao Posicionamento’ (36,3%) e pela ‘Repetição sem qualquer enfatização por Posicionamento’ (1,6%).

O emprego intencional do ‘Posicionamento’ é uma característica dos relatórios de sustentabilidade e os gestores fazem uso desta prerrogativa com a finalidade de apresentar os dados de suas companhias de modo chamativo. Esta técnica é usada para destacar as

ações desenvolvidas pelas empresas no que refere-se à sustentabilidade. Por meio de narrativas construídas com o emprego de fontes/fundos destacados em cores vibrantes, diferenciadas do restante do texto, evidencia-se esta informação.

A ‘Repetição’ isolada, sem qualquer combinação ao ‘Posicionamento’ foi um expediente pouco usado nos relatórios analisados, pois, para ser percebida, esta característica exige esforço maior do leitor, no sentido de que realize uma leitura mais atenta do texto. Em outras palavras, o ‘Posicionamento’ tem uma eficácia maior do que a ‘Repetição’, pois permite que o destinatário da mensagem observe a narrativa presente nos relatórios, destacada dos demais elementos que o compõem, por meio de uma leitura menos densa e mais dinâmica. Tal evidência é confirmada pela maior incidência da técnica da ‘Repetição’ acompanhada da técnica do ‘Posicionamento’ (36,3%) do que empregada isoladamente (1,6%).

Acerca da eficácia do uso da ‘Enfatização’ nos relatórios de sustentabilidade, no sentido de destacar a narrativa em relação às demais técnicas, o quadro a seguir evidencia o emprego dessa técnica combinada às demais.

Quadro 22: Enunciados com vieses acompanhados e desacompanhados de ênfase em toda a amostra (dimensões social e ambiental)

Técnica de GI		Enunciados	% na técnica	% no total de Enu
GIA	Só Atribuição	114	75%	4,5%
	Atribuição Acompanhada de Ênfase	38	25%	1,5%
GIC	Só Comparação	513	26,5%	20,3%
	Comparação Acompanhada de Ênfase	1421	73,5%	56,1%
GITE	Só Temático-Ênfase	358	80%	14,2%
	Temático-Ênfase Acompanhada de Ênfase	87	20%	3,4%
Total		2531	-	100%

Fonte: dados da pesquisa

Observa-se, pelo quadro acima, que 61% dos enunciados codificados nas técnicas de ‘Atribuição’ (GIA), ‘Comparação’ (GIC) e ‘Temático-Ênfase’ (GITE) foram empregados juntamente com ‘Ênfase’ (GIE). Portanto, apenas 39% de todos os enunciados codificados foram empregados sem qualquer ‘Ênfase’. Isso mostra a importância dessa técnica para os gestores, à medida que se identificou a necessidade de destacar visualmente as realizações corporativas em sustentabilidade. Tal fenômeno pode ser explicado pela grande quantidade de informações constantes dos relatórios de sustentabilidade, exigindo que as corporações façam uso dessa técnica para chamar a atenção do leitor para dados específicos.

Na técnica da ‘Comparação’, 73,5% dos enunciados foram empregados em conjunto com a ‘Enfatização’, evidenciando, conforme Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009), o caráter de ênfase dado à narrativa. O emprego da ‘Comparação’, mais do que informar acerca do desenvolvimento de uma ação em determinado momento, tem o fulcro de dar destaque à evolução dos esforços corporativos para tornar perceptível ao seu público de interesse as melhorias contínuas da companhia, a partir da atuação consciente do gestor neste sentido.

No que refere-se à ‘Atribuição’ e à ‘Temático-Enfatização’, nos relatórios analisados, apenas 5,1% dos enunciados contendo GI foram codificados nessas duas técnicas. E, desta pequena parcela, 79% estão desacompanhados de qualquer ênfase. À luz da Teoria do Disclosure Voluntário (TDV) (VERRECHIA, 2001), pode-se afirmar que a tendência do gestor é divulgar, nos relatórios de sustentabilidade, mais ações positivas, publicando as negativas apenas se houver o risco de serem acessadas facilmente por outros meios.

Nesse sentido, infere-se que as técnicas de GI da ‘Atribuição’ (GIA) e da ‘Temático-Enfatização’ (GITE) sejam menos utilizadas do que as técnicas da ‘Comparação’ (GIC) e da ‘Enfatização’ (GIE) por dois fatores: (i) maior dificuldade na construção de uma narrativa contendo as duas técnicas, sobretudo, a ‘Atribuição’; e (ii) maior efetividade na mitigação de ações negativas em sustentabilidade do que no destaque de ações positivas; (iii) menor incidência de ações negativas na narrativa quando comparadas às positivas.

Essa argumentação é corroborada pelos dados a seguir ilustrados:

Quadro 23: Distribuição de ações positivas e negativas no uso da Atribuição e da Temático-Enfatização

Técnica de GI		Enunciados	% na técnica (grupo)
GIA e GITE	Ações Negativas	100	17%
	Ações Positivas	499	83%

Fonte: dados da pesquisa

O Quadro 23 demonstra a predominância do uso das técnicas de GI da ‘Atribuição’ e da ‘Temático-Enfatização’ em enunciados positivos, que são aqueles que reportam às ações que favorecem a reputação corporativa em termos de sustentabilidade. 83% dos enunciados aqui codificados, segundo essas duas técnicas, são positivos. Importante notar que as outras duas técnicas, objeto deste estudo (Enfatização e Comparação), por definição conceitual do modelo de codificação proposto, conforme a

TDV, são empregadas exclusivamente em enunciados que referem-se a ações corporativas positivas em sustentabilidade.

Ainda, acerca da técnica ‘Temático-Enfática’, foram encontrados, na amostra pesquisada, 445 enunciados utilizando 63 palavras-chave (PC) constantes do dicionário de Silva (2018), conforme quadro a seguir:

Quadro 24: Quantitativo de palavras-chave com conotação positiva e negativa em toda a amostra (dimensões social e ambiental)

Tom PC	Qtde PC	% na pesquisa	% PC usado do dicionário Silva (2018)
Palavras Positivas	53	85%	11,7%
Palavras Negativas	10	15%	0,32%

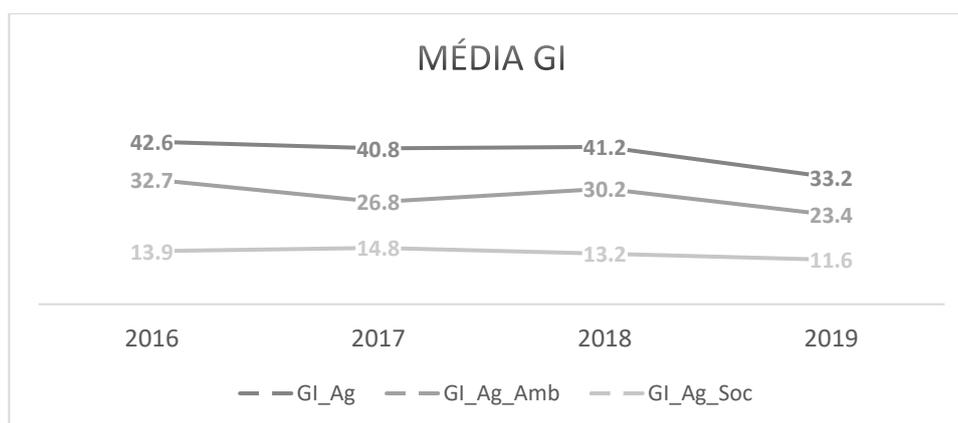
Fonte: dados da pesquisa

Constatou-se, na amostra pesquisada, que os relatórios de sustentabilidade continham maior incidência de palavras-chave com tom positivo (85%) do que negativos (15%). Silva (2018) identificou uma quantidade maior de palavras-chave negativas (3.152), quando comparadas às positivas (453), ao estudar notícias na imprensa especializada na divulgação de informações econômicas no período de seis anos (2011 a 2017).

Com base na estatística descritiva dos enunciados codificados em toda a amostra, verificou-se uma tendência, por parte do gestor, em destacar ações positivas em sustentabilidade, em comparação à mitigação de ações negativas, o que corrobora a TDV.

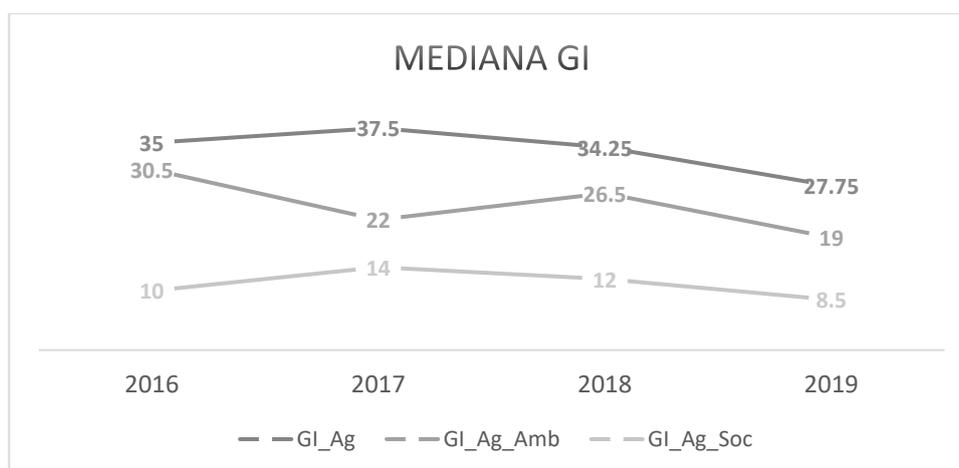
Por fim, foi possível verificar, com base nos gráficos a seguir, uma tendência gradual na redução do emprego de GI.

Gráfico 1: Evolução da média do GI_Ag entre 2016 e 2019



Fonte: dados da pesquisa

Gráfico 2: Evolução da mediana do GI_Ag entre 2016 e 2019



Fonte: dados da pesquisa

Considerado a totalidade das duas dimensões (social e ambiental), a média (mediana) do nível de gerenciamento da impressão mensurado teve uma redução de 22% (34%), passando de 42,6 (35) para 33,2 (27,5). Ainda, com base na análise do conteúdo dos relatórios de sustentabilidade observou-se que essa redução no nível de GI medido foi acompanhada por uma tendência de aperfeiçoamento na qualidade do disclosure.

Uma explicação para essa tendência pode estar na percepção do gestor sobre o fato de os investidores reagirem negativamente ao emprego de gerenciamento da impressão, conforme verificou Guillamon-Saorin, Isidro e Marques (2017) em pesquisa acerca dos efeitos do GI em anúncios de resultados.

Com base no Quadro 25, o GI codificado nos relatórios da amostra é analisado de forma separada pelas dimensões social e ambiental.

Quadro 25: Quantitativo de enunciados codificados por dimensão

Técnica de GI		Dimensão Social			Dimensão Ambiental		
		Enu	% na técnica	% no total de Enu	Enu	% na técnica	% no total de Enu
GIA	Externalização	8	33%	0,7%	28	22%	1,5%
	Internalização	16	67%		100	78%	
GIC	Como Enfatização	282	93%	8,8%	1607	99%	20,1%
	Como Manipulação	22	7%		23	1%	
GITE	Maximização	139	95%	4,3%	243	82%	3,5%
	Minimização	8	5%		55	18%	
GIE	Só Repetição	41	1,3%	86,2%	102	1,7%	74,8%
	Repetição Combinada ao Posicionamento	451	15,2%		2816	46,5%	
	Só Posicionamento	2474	83,5%		3133	51,8%	
TOTAL Enunciados		3441	-	100%	8107	-	100%

Fonte: dados da pesquisa

Observa-se, pelos dados acima, a presença mais intensa da técnica da ‘Enfatização’ (GIE), principalmente no que refere-se ao uso do ‘Posicionamento’ no GI aplicado à dimensão social do relatório. Esta diferença advém, sobretudo, do menor emprego da técnica de ‘Comparação’ (GIC) que correspondeu, na análise em questão, a 8,8% dos enunciados da dimensão social. Por outro lado, na dimensão ambiental, a aplicação desta mesma técnica representou 20% do total de enunciados codificados na amostra.

Com relação à predominância de enunciados positivos, quando comparados ao número de enunciados negativos no emprego das técnicas de GI da ‘Atribuição’ (GIA) e da ‘Temático-Enfatização’ (GITE), o quadro a seguir apresenta um comparativo:

Quadro 26: Distribuição pelas dimensões social e ambiental das ações positivas e negativas no uso da Atribuição e da Temático-Enfatização

Técnica de GI		Social		Ambiental	
		Enunciados	%	Enunciados	%
GIA e GITE	Ações Negativas	17	9%	83	20%
	Ações Positivas	161	91%	338	80%

Fonte: dados da pesquisa

Constata-se, no que refere-se ao emprego dos métodos acima, que a dimensão ambiental fez mais uso da Externalização e da Minimização, que são técnicas de GI usadas para lidar com informações negativas com impacto na imagem corporativa.

Computando os dados encontrados, tendo por base os setores da economia considerados neste estudo, verifica-se que as empresas do setor de consumo não-cíclico, seguidas pelas do setor de comunicações e de materiais básicos, possuem os maiores níveis de emprego de GI.

A seguir, é analisada a estatística descrita nesta seção sob a ótica do problema de pesquisa.

4.2.2 Análise do GI codificado na amostra

Com base na estatística da codificação descrita na seção anterior, buscam-se subsídios para se compreender a motivação do gestor para empregar GI em D-CSR. Nesse mister, baseado na HME, conforme a lógica desta pesquisa (Figura 4), buscou-se verificar a existência de relação entre GI e AI e explicar o funcionamento dessa relação (H1). Com esse propósito, optou-se por empregar a única abordagem de pesquisa, dentre as elencadas por Merkl-Davies e Brennan (2011), que tem como determinante a AI: a econômica com base na Teoria da Agência.

Voltando-se aos achados deste estudo, a estatística descritiva da amostra indicou o emprego prioritário da técnica da ‘ênfatisação’ (79% dos enunciados) por parte dos gestores. Ainda, verificou-se uma predominância da maximização de informações positivas sobre os enunciados que minimizam informações negativas (0,9% dos enunciados codificados).

Essa presença reduzida de minimizações de enunciados negativos, quando comparada ao quantitativo de maximizações de enunciados positivos, pode ser vista como uma evidência de que o gestor estaria omitindo informações negativas advindas das externalidades geradas pelas corporações. Esta inferência seria reforçada por uma reação negativa significativa por parte dos investidores.

Portanto, com base na TDV e diante de uma reação negativa significativa do investidor, o reduzido número relativo de minimizações de enunciados negativos é uma evidência de que a gestão não estaria abordando temas considerados sensíveis para a sustentabilidade socioambiental. Isso ocorre porque, conforme Brennan e Merkl-Davies (2013), a tentativa de o gestor reduzir o impacto de informações negativas por omissão em relatórios corporativos conduz o investidor a uma postura defensiva, prejudicando a eficiência de mercado.

A causa para a omissão de informações negativas, conforme inferido e a maximização, sobretudo na forma de ênfatisação, pode ser explicada pela racionalidade econômica. O gestor utiliza-se dela e de seu conhecimento superior ao investidor sobre a empresa para produzir um dos seguintes efeitos: (i) informacional ou (ii) oportunístico. No primeiro, o gestor é motivado pela busca da redução do custo de capital e emprega o GI com objetivo de aprimorar o processo decisório do investidor (informação incremental). No segundo, o gestor busca confundir o investidor e com isso aumentar a sua compensação financeira (MERKL-DAVIES; BRENNAN, 2011).

Essa perspectiva econômica para o GI é considerada, segundo Godfrey, Mather e Ramsay (2003), uma vertente da literatura sobre disclosure o que remete à Teoria do Disclosure Voluntário (TDV). Portanto, no que se refere ao gestor, considerou-se a TDV com foco na racionalidade econômica como explicação para a origem do GI nos D-CSR. Conforme Verrechia (1983), Verrechia (2001), Dye (2001) e outros autores, na TDV, o gestor não divulgará, voluntariamente, informações que sejam desfavoráveis à empresa.

Note que, por definição, a TDV fornece explicação capaz de contribuir para se responder à pergunta desta pesquisa, sem a necessidade de se buscar motivações específicas baseadas em outros tipos de racionalidade, como a instrumental, a

retrospectiva, a substantiva ou na forma de construto social (MERKL-DAVIES; BRENNAN, 2011).

Isso ocorre porque a TDV justifica o emprego de qualquer um dos tipos de racionalidade. Tanto uma informação manipulada por meio de GI com base em um processo racional em que se busca legitimar uma empresa perante a sociedade (racionalidade substantiva,) quanto por interesse econômico (racionalidade econômica) podem ser explicadas pela TDV. Em outras palavras, qualquer que seja o interesse do gestor, pode ser explicado pela TDV.

Enquanto os dados desta seção 4.2 serviram para desenhar um panorama acerca do emprego do GI na elaboração de relatórios de sustentabilidade, sem explicar a motivação específica dos gestores, a seção 4.3 aborda a percepção do investidor diante do emprego do GI. Nesse mister, as informações descritas a seguir apresentam os resultados do modelo proposto para mensurar a relação entre GI e AI, conforme a hipótese principal de pesquisa (**H1**). Evidencia, portanto, a reação do investidor ao GI produzido pelo gestor nos D-CSR.

4.3 ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE GI E ASSIMETRIA INFORMACIONAL

Consideradas as quatro publicações (D-CSR, ITR2, ITR3 e DFP) em cuja AI foi medida em cinco momentos em cada uma delas (o dia da publicação e dois e um dia antes e depois), foram realizadas 100 regressões, constantes do Apêndice E e do Apêndice F com o intuito de se testar **H1**.

Esta seção apresenta, somente, os resultados das sete regressões que se mostraram robustas conforme os testes realizados e apresentaram significância de modo a se testar a hipótese principal desta pesquisa (**H1**): **há relação positiva e significativa entre assimetria informacional e nível de gerenciamento da impressão no disclosure em responsabilidade social corporativa por ocasião da divulgação de relatórios de sustentabilidade e de resultados anuais e/ou trimestrais em função de investidores, interpretarem a presença desse fenômeno como tentativa de manipulação com objetivo de reduzir (aumentar) o impacto negativo (positivo) de externalidades (ações sustentáveis) na imagem da empresa.**

Antes da apresentação dos resultados (subseção 4.3.2) e de sua análise (subseção 4.3.3), foram apresentados os testes realizados com vistas a se garantir a robustez das regressões empregadas (subseção 4.3.1).

4.3.1 Resultados dos testes de robustez aplicados às regressões usadas para verificação de H1

Esta subseção apresenta, em quatro tópicos, os testes de robustez das sete regressões (de um total de 100 realizadas) que obtiveram resultados ajustados e significativos no que se refere à variável de interesse do estudo (GI) nesta pesquisa. Os primeiros três tópicos apresentam os testes das regressões em cuja variável de interesse considera o nível de gerenciamento da impressão agregado nas quatro técnicas abordadas no modelo proposto, conforme Figura 10. O quarto tópico (4.3.1.4), refere-se aos testes de robustez aplicados às regressões em cuja variável de interesse considera o nível de gerenciamento da impressão mensurado separadamente por cada técnica estudada (atribuição, ênfase, temático-ênfase e comparação).

4.3.1.1 Teste de robustez referentes à regressão aplicada no dia da publicação do D-CSR nas dimensões social e ambiental agregadas $BAS_{it} = \exp(\beta_0 + \beta_1 GI_Ag_{it} + \gamma_n CONTROLE_{it}) + \varepsilon_{it}$.

O ajustamento dessa regressão deu-se, apenas, quando a AI foi medida no dia da publicação da D-CSR e considerou a narrativa constante das dimensões social e ambiental dos relatórios de sustentabilidade da amostra. Portanto, a mesma regressão não se mostrou ajustada (problemas de ajustamento descritos no ‘Apêndice E’) quando medida nos demais períodos que circundam o D-CSR e nem, tampouco, nas demais publicações (ITR2, ITR3 e DFP). A seguir, são apresentados os resultados dos testes de robustez realizados nesta regressão.

Inicialmente, foi realizada a matriz de correlação entre as variáveis do estudo, de forma a identificar possíveis variáveis em comum, haja vista que, caso existam, estas podem causar vieses na estimação do modelo.

Tabela 6: Matriz de correlação das variáveis do estudo

	GI_AG	GRI	ISD	LIQB	CANAL	ROE	VOLA	LIQC
GI_AG	1.000000							
GRI	0.228076	1.000000						
ISD	0.291696	0.099135	1.000000					
LIQB	0.234540	0.046973	0.024798	1.000000				
CANAL	-0.011239	0.032534	0.079885	0.042011	1.000000			
ROE	-0.020028	-0.140987	-0.058604	-0.094708	0.021942	1.000000		
VOLA	0.063449	0.194279	-0.084896	0.112206	-0.061893	-0.047246	1.000000	
LIQC	-0.069148	-0.097276	-0.346386	-0.131551	-0.228473	0.002423	0.034996	1.000000

Fonte: dados da pesquisa

Constata-se, pelos resultados da tabela acima, que não há alta correlação entre as variáveis do modelo, pois, conforme Gujarati e Porter (2011), apenas variáveis que apresentam correlação acima de 0,8 podem causar problemas de multicolinearidade.

Importante notar que as variáveis GRI e ISD não foram empregadas juntamente, sendo a primeira usada quando o modelo trabalha com o GI agregado medido nas duas dimensões (social e ambiental) e a segunda somente na dimensão social dos relatórios. Como ambas as variáveis (GRI e ISD) são proxies para a qualidade do disclosure (GRI para todo o relatório e ISD apenas para a dimensão social), poderia haver correlação, o que não ocorreu.

Foi realizado teste *Variance Inflation Factor*-VIF que verificou a inexistência de multicolinearidade no modelo, tendo alcançado índice máximo de 2,1. Portanto, menor do que 10, conforme especificam Gujarati e Porter (2011). Cabe ressaltar que todas as variáveis empregadas na regressão são estacionárias, conforme testes de raízes unitárias.

Foi realizado teste de Wald a fim de verificar a incidência de restrições nos coeficientes encontrados, cujos resultados foram negativos, conforme a tabela a seguir:

Tabela 7: Teste de Wald regressão GI_Ag_D-CSR

Wald Test:

Equation: BAS_GI_DCSR_DIA

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	5.914512	(7, 73)	0.0000
Chi-square	41.40159	7	0.0000

Null Hypothesis: C(2)=C(3)=C(4)=C(5)=C(6)=C(7)=0

Fonte: dados da pesquisa

Foi realizado teste de estabilidade do modelo (Ramsey Reset Test), com vistas a verificar a não-linearidade do modelo, conforme proposto neste estudo. O resultado a seguir é uma evidência de que o modelo não-linear se ajusta melhor aos dados nessa regressão:

Tabela 8: Teste de estabilidade regressão GI_Ag publicação D-CSR

Ramsey RESET Test

Equation: BAS_GI_DCSR_DIA

Omitted Variables: Squares of fitted values

Specification: BAS_DCSR C GI_AG GRI LIQB CANAL LIQC VOLA
ROE

	Value	df	Probability
t-statistic	2.556456	72	0.0127
F-statistic	6.535467	(1, 72)	0.0127
Likelihood ratio	6.535467	1	0.0106

Fonte: dados da pesquisa

Percebe-se pelos resultados constantes da Tabela 8 que a hipótese nula de linearidade dos dados é rejeitada conforme as probabilidades apresentadas (p-valor<0.05).

Com relação aos resíduos, há evidências de homoscedasticidade, conforme testes a seguir apresentados:

Tabela 9: Testes de igualdade das variâncias regressão GI_Ag_D-CSR

Test for Equality of Variances of RESID_GI_AG
Categorized by values of RESID_GI_AG
Date: 07/26/21 Time: 22:23
Sample: 2016 2019
Included observations: 81

Method	df	Value	Probability
Bartlett	2	1.564868	0.4573
Levene	(2, 78)	1.510002	0.2273
Brown-Forsythe	(2, 78)	0.887835	0.4157

Fonte: dados da pesquisa

Constata-se a evidência acerca da homoscedasticidade dos resíduos, conforme os testes de Barlett, Levene e Brown-Forsythe em cuja hipótese nula (H0: resíduos possuem igualdade de variância) não é rejeitada.

Os resíduos apresentaram normalidade, conforme teste de Jarque-Bera (p-valor >0,05), e não configuram autocorrelação, conforme teste *Q* de *Box e Pierce*, demonstrado a seguir:

Tabela 10: Teste de autocorrelação dos resíduos de *Box e Pierce* regressão GI_Ag_D-CSR

Sample: 2016 2019
Included observations: 81

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1 -0.018	-0.018	0.0273	0.869
		2 -0.044	-0.044	0.1887	0.910
		3 -0.009	-0.011	0.1964	0.978

Fonte: dados da pesquisa

Os resultados do teste *Q* não rejeitam a hipótese nula de não existência de autocorrelação e, portanto, sugerem a não existência de autocorrelação dos resíduos (p-valores > 0,05). Corroborando a não existência de autocorrelação dos resíduos, os valores encontrados para autocorrelação parcial (PAC) e autocorrelação (AC) estão em torno de zero.

4.3.1.2 Testes de robustez referentes à regressão na dimensão ambiental aplicada no dia da publicação do ITR3 $BAS_{it} = \exp(\beta_0 + \beta_1 GI_AMB_{it} + \gamma_n CONTROLE_{it}) + \varepsilon_{it}$

O ajustamento dessa regressão deu-se, apenas, quando a AI foi medida no dia da publicação do ITR3 e, apenas, na narrativa constante da dimensão ambiental dos relatórios de sustentabilidade da amostra. Portanto, a mesma regressão não se mostrou

ajustada (problemas de ajustamento descritos no ‘Apêndice E’) quando medida nos períodos que circundam o ITR3 (1 e 2 dias antes e depois de sua publicação) e nas demais publicações (D-CSR, ITR2 e DFP). A seguir, são apresentados os resultados dos testes de robustez realizados nesta regressão.

Inicialmente, foi realizada a matriz de correlação entre as variáveis dessa regressão, de forma a identificar possíveis variáveis em comum, haja vista que, caso existam, podem causar vieses na estimação do modelo. Necessário se faz produzir nova matriz de correlação dado que a disposta anteriormente (tópico 4.2.3.1), teve as variáveis de controle medidas em outro período. Conforme demonstra a tabela a seguir, não há alta correlação entre as variáveis dessa regressão.

Tabela 11: Matriz de correlação das variáveis da regressão na dimensão ambiental

	GI_AMB	GRI	LIQB	CANAL	ROE	VOLA	LIQC
GI_AMB	1.000000						
GRI	0.164896	1.000000					
LIQB	0.177700	0.031498	1.000000				
CANAL	0.019736	0.064869	0.065793	1.000000			
ROE	-0.018494	-0.146430	-0.096102	0.016990	1.000000		
VOLA	0.044583	0.198687	0.118921	-0.079917	-0.044391	1.000000	
LIQC	-0.009175	-0.089899	-0.119104	-0.238782	0.000601	0.026420	1.000000

Fonte: dados da pesquisa

Foi realizado teste *Variance Inflation Factor*-VIF que verificou a inexistência de multicolinearidade no modelo, tendo alcançado índice máximo de 4,99. Todas as variáveis empregadas na regressão são estacionárias.

Conforme teste de Wald a seguir, constata-se que os coeficientes encontrados na regressão são diferentes de zero, pois a hipótese nula foi descartada:

Tabela 12: Teste de Wald regressão GI_AMB_ITR3

Wald Test:

Equation: A_BAS_GIAMB_2A

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	4.271333	(6, 201)	0.0004
Chi-square	25.62800	6	0.0003

Null Hypothesis: C(2)=C(3)=C(4)=C(5)=C(6)=C(7)=0

Fonte: dados da pesquisa

A tabela a seguir, demonstra que o modelo linear é rejeitado, confirmando que a adoção de modelo não-linear, conforme proposto neste estudo (GLM), apresenta melhor ajustamento aos seus dados.

Tabela 13: Teste de estabilidade regressão GI_AMB_ITR3

Ramsey RESET Test
 Equation: A_BAS_GIAMB_2A
 Omitted Variables: Squares of fitted values
 Specification: BAS_ITR_3 C GI_AG_AMB LIQB CANAL
 ROE VOLA LIQC GRI

	Value	df	Probability
t-statistic	2.496310	200	0.0134
F-statistic	6.231565	(1, 200)	0.0134
Likelihood ratio	6.231565	1	0.0125

Fonte: dados da pesquisa

Com relação aos resíduos, há evidências de homoscedasticidade, conforme testes a seguir apresentados:

Tabela 14: Testes de igualdade das variâncias dos resíduos regressão GI_AMB_ITR3

Date: 07/27/21 Time: 22:17
 Sample: 2016 2019
 Included observations: 209

Method	df	Value	Probability
Bartlett	3	0.640991	0.8870
Levene	(3, 205)	0.710289	0.5469
Brown-Forsythe	(3, 205)	0.430394	0.7314

Fonte: dados da pesquisa

Constata-se a evidência acerca da homoscedasticidade dos resíduos, conforme os testes de Bartlett, Levene e Brown-Forsythe em cuja hipótese nula (H_0 : resíduos possuem igualdade de variância) não é rejeitada.

Ainda, acerca dos resíduos, estes não apresentam normalidade, conforme teste de Jarque-Bera (p-valor $< 0,05$), e não configuram autocorrelação, conforme teste Q de Box e Pierce, demonstrado na tabela a seguir:

Tabela 15: Teste de autocorrelação dos resíduos de Box e Pierce regressão GI_AMB_ITR3

Date: 07/27/21 Time: 21:27
 Sample: 2016 2019
 Included observations: 209

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob*	
		1	0.099	0.099	2.0883	0.148
		2	0.005	-0.005	2.0931	0.351
		3	-0.014	-0.014	2.1366	0.545

Fonte: dados da pesquisa

Os resultados do teste Q não rejeitam a hipótese nula de não existência de autocorrelação e, portanto, sugerem a não existência de autocorrelação dos resíduos (p-valores $> 0,05$). Corroborando a não existência de autocorrelação dos resíduos, os valores

encontrados para autocorrelação parcial (PAC) e autocorrelação (AC) estão em torno de zero.

Os resíduos da regressão não apresentaram normalidade, no entanto, para Hardin e Hilbe (2018), os modelos lineares generalizados (GLM) são uma ampliação dos modelos lineares ordinários e podem ser usados quando os resíduos (erro) do modelo apresentam distribuição diferente da normal (gaussiana).

4.3.1.3 Testes de robustez referentes à regressão na dimensão social aplicada um dia após a publicação do ITR3 $BAS_{it} = \exp(\beta_0 + \beta_1 GI_SOC_{it} + \gamma_n CONTROLE_{it}) + \varepsilon_{it}$.

O ajustamento dessa regressão deu-se, apenas, quando a AI foi medida um dia após a publicação do ITR3 e ao abordar a dimensão social dos relatórios de sustentabilidade da amostra. Portanto, a regressão não se mostrou ajustada quando medida nos demais períodos que circundam o ITR3 e nas demais publicações (D-CSR, ITR2 e DFP). A seguir, são apresentados os resultados dos testes de robustez realizados. A Tabela 16 demonstra não haver alta correlação entre as variáveis dessa regressão.

Tabela 16: Matriz de correlação das variáveis da regressão na dimensão social

	GI_SOC	ISD	LIQB	CANAL	ROE	VOLA	LIQC
GI_SOC	1.000000						
ISD	0.233550	1.000000					
LIQB	0.225353	0.034856	1.000000				
CANAL	-0.042167	0.087048	0.056582	1.000000			
ROE	-0.017738	-0.062949	-0.095668	0.023217	1.000000		
VOLA	0.121110	-0.066422	0.119417	-0.067398	-0.048073	1.000000	
LIQC	-0.129202	-0.362992	-0.125190	-0.250023	0.001884	0.028751	1.000000

Fonte: dados da pesquisa

Foi realizado teste *Variance Inflation Factor*-VIF que verificou a inexistência de multicolinearidade no modelo, tendo alcançado índice máximo de 3.77. Todas as variáveis empregadas na regressão são estacionárias, conforme testes de raízes unitárias.

Conforme teste de Wald a seguir, constata-se que os coeficientes encontrados na regressão são diferentes de zero:

Tabela 17: Teste de Wald regressão GI_SOC_ITR3_1D

Wald Test:

Equation: EQ_T

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	14.15835	(6, 199)	0.0000
Chi-square	84.95010	6	0.0000

Fonte: dados da pesquisa

A tabela a seguir, demonstra que o modelo linear é rejeitado, confirmando que a adoção de modelo não-linear apresenta melhor ajustamento aos seus dados.

Tabela 18: Teste de estabilidade regressão GI_SOC_ITR3_1D

Ramsey RESET Test

Equation: EQ_T

Omitted Variables: Squares of fitted values

Specification: BAS_ITR_3_1D C GI_AG_SOC ISD LIQB CANAL

ROE VOLA LIQC

	Value	df	Probability
t-statistic	3.061519	198	0.0025
F-statistic	9.372896	(1, 198)	0.0025
Likelihood ratio	9.372896	1	0.0022

Fonte: dados da pesquisa

Com relação aos resíduos, há evidências de homoscedasticidade, conforme testes apresentados na Tabela 19 a seguir. Constata-se a evidência acerca da homoscedasticidade dos resíduos, conforme os testes de Barlett, Levene e Brown-Forsythe em cuja hipótese nula (H_0 : resíduos possuem igualdade variância) não é rejeitada.

Tabela 19: Testes de igualdade das variâncias regressão GI_SOC_ITR3_1D

Date: 07/27/21 Time: 22:08

Sample: 2016 2019

Included observations: 207

Method	df	Value	Probability
Bartlett	4	0.629668	0.9597
Levene	(4, 202)	1.041373	0.3869
Brown-Forsythe	(4, 202)	0.641886	0.6332

Fonte: dados da pesquisa

Acerca dos resíduos, estes não apresentam normalidade, conforme teste de Jarque-Bera (p-valor $<0,05$) o que não impede a realização de inferências, pois, para Hardin e Hilbe (2018), os modelos lineares generalizados (GLM) são uma ampliação dos modelos lineares ordinários e podem ser usados quando os resíduos do modelo apresentam distribuição diferente da normal (gaussiana).

Ainda, os resíduos não configuram autocorrelação, conforme teste Q de Box e Pierce, demonstrado na tabela a seguir:

Tabela 20: Teste de autocorrelação dos resíduos de *Box e Pierce* regressão
GI_SOC_ITR2_2A

Date: 07/27/21 Time: 22:22
Sample: 2016 2019
Included observations: 207

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob*	
		1	0.036	0.036	0.2775	0.598
		2	-0.007	-0.008	0.2879	0.866
		3	0.049	0.050	0.8044	0.848

Fonte: dados da pesquisa

Os resultados do teste Q não rejeitam a hipótese nula de não existência de autocorrelação e, portanto, sugerem a não existência de autocorrelação dos resíduos (p-valores $> 0,05$). Corroborando a não existência de autocorrelação dos resíduos, os valores encontrados para autocorrelação parcial (PAC) e autocorrelação (AC) estão em torno de zero.

4.3.1.4 Testes de robustez referentes às regressões cujas variáveis de interesse consideraram separadamente cada técnica de GI aplicada às dimensões social e ambiental do D-CSR

Neste tópico, são apresentados os testes de robustez das regressões realizadas com as técnicas de GI empregadas separadamente em todo o conjunto de informações sociais e ambientais. Assim, cada uma das técnicas empregadas neste estudo (atribuição, ênfase, temático-ênfase e comparação) foi testada, separadamente, como variável dependente (GIA, GIE, GITE e GIC) no modelo de regressão ($BAS_{it} = \exp(\beta_0 + \beta_1 GI_{it} + \gamma_n CONTROLE_{it}) + \varepsilon_{it}$).

Em um total de 80 regressões (4 técnicas de GI X 4 relatórios X 5 momentos) realizadas nas dimensões social e ambiental, três foram robustas em termos de ajustamento e apresentaram resultado significativo para a variável de interesse do estudo (GI): duas utilizaram a técnica da ênfase (GIE), uma empregou a atribuição (GIA).

A seguir, iniciando pela apresentação das matrizes de correlação das Tabelas 21 e 22, são descritos, apenas, os resultados dos testes de robustez realizados nas cinco regressões cujas variáveis de interesse mostraram-se significantes. Os resultados das regressões que não se mostraram ajustadas ou que não apresentaram a adequada robustez encontram-se no APÊNDICE F deste estudo.

Tabela 21: Matriz de correlação das variáveis das três regressões empregadas em ITR3 com uso da atribuição e da ênfase

	GIA	GIE	GRI	LIQB	CANAL	ROE	VOLA	LIQC
GIA	1.0000							
GIE	0.2892	1.0000						
GRI	0.1989	0.2975	1.0000					
LIQB	0.2121	0.2258	0.0438	1.0000				
CANAL	-0.0359	0.0819	0.0411	0.0510	1.0000			
ROE	0.0246	-0.0812	-0.1429	-0.0951	0.0159	1.0000		
VOLA	0.2395	0.1392	0.1850	0.1119	-0.0738	-0.0437	1.0000	
LIQC	-0.0869	-0.1369	-0.0958	-0.1256	-0.2179	0.0011	0.0327	1.0000

Fonte: dados da pesquisa

Das três regressões empregadas em ITR3, duas utilizaram a variável de interesse representativa do nível de GI com uso da técnica da ênfase (GIE) e, uma regressão, empregou a técnica de GI da atribuição (GIA).

Constata-se pela matriz de correlação das Tabelas 21 que não há alta correlação entre as variáveis das três regressões cuja variável representativa do nível de GI apresentou significância, pois, conforme Gujarati e Porter (2011), apenas variáveis com correlação acima de 0,8 podem causar problemas de multicolinearidade.

As três regressões cujos GI segregados (GIA e GIE) foram significantes não apresentaram problema de multicolinearidade, conforme atestam testes *Variance Inflation Factor-VIF* que alcançaram índice máximo de 3,466. Todas as variáveis empregadas nas regressões são estacionárias, conforme testes de raízes unitárias realizados.

De acordo com o Teste de Estabilidade de Ramsey, as três regressões rejeitaram a hipótese de linearidade, conforme APÊNDICE G, o que representa uma evidência acerca do ajustamento do modelo não-linear proposto neste estudo. Conforme testes de Wald dispostos no APÊNDICE G, os coeficientes encontrados nas três regressões são diferentes de zero.

Constatou-se evidência acerca da homoscedasticidade dos resíduos, conforme os testes de Barlett, Levene e Brown-Forsythe, constantes do APÊNDICE G, em cuja hipótese nula (H_0 : resíduos possuem igualdade variância) não é rejeitada. Ainda, acerca dos resíduos, estes não apresentam normalidade, conforme teste de Jarque-Bera (p -valor $<0,05$) o que não impede a realização de inferências, pois, para Hardin e Hilbe (2018), os modelos lineares generalizados (GLM) são uma ampliação dos modelos lineares ordinários e podem ser usados quando os resíduos do modelo apresentam distribuição

diferente da normal (gaussiana). Os resíduos das três regressões não configuram autocorrelação, conforme teste Q de *Box e Pierce*, demonstrado no APÊNDICE G.

4.3.2 Resultados das regressões usadas para testar a relação GI-AI (H1)

Neste estudo, conforme argumentado na metodologia, optou-se por empregar o modelo não-linear, com vistas a testar **H1**. Para isso, utilizou-se do método linear generalizado (GLM) cujos resultados apresentaram significância no dia da publicação do D-CSR, no dia da publicação do ITR3 e um dia antes e depois dessa publicação, conforme demonstrado nos tópicos 4.3.2.1, 4.3.2.2, 4.3.2.3.

Além da variável de interesse do estudo (GI) ter sido apresentada na forma agregada (GI_Ag para as dimensões social e ambiental, GI_SOC para a dimensão social e GI_AMB para a dimensão ambiental) que condensa as quatro técnicas de GI consideradas no estudo, foi calculada considerando separadamente cada uma das quatro técnicas cujos resultados significantes são apresentados no tópico 4.3.2.4.

4.3.2.1 Impacto do GI_Ag (dimensões social e ambiental) na AI no dia da publicação D-CSR

Tabela 22: Resultados da estimação em regressão não-linear GLM entre AI, GI_Ag e variáveis de controle (AI medido no dia da publicação D-CSR)

$$BAS_{it} = \exp(\beta_0 + \beta_1 GI_Ag_{it} + \beta_2 GRI_{it} + \beta_3 LIQB_{it} + \beta_4 CANAL_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 LIQC_{it} + \beta_7 VOLA_{it}) + \varepsilon_{it}$$

Variável (Relação Esperada)	Coefficiente	Estatística Z	P-valor
C	-5.402987	-13.17922	0.0000
GI_Ag(+)	0.008988	2.133256	0.0329**
GRI(-)	-0.459471	-2.548179	0.0108**
LIQB(-)	-0.579566	-2.1666266	0.0303**
CANAL(-)	-0.074742	-2.285967	0.0223**
ROE(-)	0.005469	0.970221	0.3319
LIQC(-)	0.158670	2.004314	0.0450**
VOLA(+)	0.106966	1.175813	0.2397
Total de Obs:	81	Média	0.058661
Período	2016 2019	Mediana	-0.039184
Prob(LR-statistic)	0.000001	Máximo	2.886847
Pearson statistic	4.81E-06	Mínimo	-2.093224
		JB	4.076623
		Probabilidade	0.130248

Fonte: Dados da pesquisa. ** significância estatística 5%

A partir dos resultados da regressão, inicialmente, verifica-se que o modelo é significativo como um todo, considerando o resultado da Estatística LR (p-valor da estatística LR <0,01). Verifica-se, ainda, que a estimativa da dispersão (4,81E-06) extraída da estatística de Pearson está distante do valor restrito de 1,0 assegurando o ajustamento do modelo aos dados pesquisados.

Constata-se, pela análise dos resultados da regressão, que cinco dentre as sete variáveis independentes mostraram-se significantes, inclusive a variável de interesse do estudo (GI_Ag). Todas as variáveis de controle, à exceção da ‘liquidez corrente’ seguiram o sentido prescrito pela literatura, e a variável de interesse do estudo (GI_Ag) corroborou a hipótese de pesquisa (**H1**).

O GI mensurado foi desmembrado entre as quatro técnicas empregadas no estudo com o intuito de verificar se a ação isolada de alguma delas provocaria impacto significativo na AI medida no dia da publicação do D-CSR. Não foi encontrada significância em nenhuma das variáveis de interesse (GIA, GIE, GITE e GIC) quando aplicadas separadamente nos cinco dias que envolvem a publicação do D-CSR.

4.3.2.2 Impacto do GI_AMB na AI no dia da publicação do ITR3

Tabela 23: Resultados da estimação em regressão não-linear GLM entre AI, GI_AMB e variáveis de controle (AI medido no dia da publicação ITR3)

$$BAS_{it} = \exp(\beta_0 + \beta_1 GI_AMB_{it} + \beta_2 GRI_{it} + \beta_3 LIQB_{it} + \beta_4 CANAL_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 LIQC_{it} + \beta_7 VOLA_{it}) + \varepsilon_{it}$$

Variável (Relação Esperada)	Coefficiente	Estatística Z	P-valor
C	-5.415189	-3.895999	0.0001
GI_AMB(+)	0.014190	1.658600	0.0972*
GRI(-)	0.464716	4.295185	0.0000***
LIQB(-)	-7.388035	-3.139682	0.0017***
CANAL(-)	0.258737	1.404061	0.1603
ROE(-)	-0.001397	-0.184429	0.8537
LIQC(-)	-1.035536	-3.515131	0.0004***
VOLA(+)	-1.047237	-2.499431	0.0124**
Total de Obs:	209	Média	0.500421
Período	2016 2019	Mediana	0.321420
Prob(LR-statistic)	0.000000	Máximo	5.7488717
Pearson statistic	1.25E-05	Mínimo	-2.400127
		JB	967.5509
		Probabilidade	0.000000

Fonte: Dados da pesquisa. ***, ** e * significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente

Verifica-se que o modelo é significativo como um todo, considerando o resultado da Estatística LR (p-valor da estatística LR <0,01). Verifica-se, ainda, que a estimativa da dispersão (1,25E-05) extraída da estatística de Pearson está distante do valor restrito de 1,0 assegurando o ajustamento do modelo aos dados pesquisados.

Constata-se, pela análise dos resultados da regressão, que cinco dentre as sete variáveis independentes mostraram-se significantes, inclusive a variável de interesse do estudo (GI_AMB), com P-valor<0.1. Duas das variáveis de controle (qualidade do disclosure-GRI e volatilidade-VOLA) não seguiram o sentido prescrito pela literatura, e a variável de interesse do estudo (GI_AMB) corroborou a hipótese de pesquisa (**H1**).

4.3.2.3 Impacto do GI_SOC na AI um dia depois da publicação do ITR3

Tabela 24: Resultados da estimação em regressão não-linear GLM entre AI, GI_SOC e variáveis de controle (AI medido um dia depois da publicação do ITR3)

$$BAS_{it} = \exp(\beta_0 + \beta_1 GI_SOC_{it} + \beta_2 ISD_{it} + \beta_3 LIQB_{it} + \beta_4 CANAL_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 LIQC_{it} + \beta_7 VOLA_{it}) + \varepsilon_{it}$$

Variável (Relação Esperada)	Coefficiente	Estatística Z	P-valor
C	-0.852384	-0.758258	0.4483
GI_SOC(+)	0.063833	6.064844	0.0000***
ISD(-)	-0.113001	-4.288189	0.0000***
LIQB(-)	-5.955232	-4.839391	0.0000***
CANAL(-)	0.166428	2.361223	0.0182**
ROE(-)	-0.005046	-0.672775	0.5011
LIQC(-)	-1.631473	-5.717467	0.0000***
VOLA(+)	-0.567744	-1.457741	0.1449
Total de Obs:	207	Média	0.518843
Período	2016 2019	Mediana	0.360171
Prob(LR-statistic)	0.000000	Máximo	3.714856
Pearson statistic	9.54E-05	Mínimo	-2.120223
		JB	42.68156
		Probabilidade	0.000000

Fonte: Dados da pesquisa. ***e ** significância estatística a 1% e 5%, respectivamente

Analisando os dados acima, verifica-se, que o modelo é significativo como um todo, considerando o resultado da Estatística LR (p-valor da estatística LR <0,01). Observa-se, ainda, que a estimativa da dispersão (9,54E-06) extraída da estatística de Pearson está distante do valor restrito de 1,0 assegurando o ajustamento do modelo aos dados analisados nos relatórios de sustentabilidade das empresas selecionadas para esta finalidade.

Constata-se, a partir dos resultados obtidos com a realização da regressão, que cinco dentre as sete variáveis independentes mostraram-se significantes, inclusive a variável de interesse do presente estudo (GI_SOC). Todas as variáveis de controle seguiram o sentido prescrito pela literatura, à exceção da variável ‘cobertura de analistas (CANAL). O resultado da variável GI_SOC corroborou a hipótese de pesquisa (H1).

Destaca-se que o GI medido separadamente pelas técnicas estudadas (GIA, GIE, GITE e GIC) não apresentou significância quando a regressão foi aplicada exclusivamente em apenas uma das dimensões estudadas (social ou ambiental) . No entanto, medido nas dimensões social e ambiental em conjunto e de forma desmembrada, com o intuito de verificar o impacto na AI da ação isolada de alguma das quatro técnicas empregadas no estudo, apresentou significância quando aplicado nas regressões um dia antes e no dia da publicação do ITR3 (GIE) e um dia após (GIA) a essa publicação, conforme demonstrado no tópico 4.3.2.4.

4.3.2.4 Impacto segregado de cada uma das técnicas de GI na AI nas dimensões social e ambiental do D-CSR

As Tabelas 25 a 27 apresentam os resultados significantes para a variável gerenciamento da impressão segregada por técnicas em cujas regressões se mostraram ajustadas conforme os testes de robustez apresentados na seção 4.3.1.4.

A Tabela 25 a seguir apresenta os resultados da regressão contendo o modelo proposto no estudo e a variável de interesse do estudo baseada na técnica de GI da atribuição (GIA) aplicada ao nível de assimetria informacional medido um dia após a publicação do ITR3.

Tabela 25: Resultados da estimação em regressão não-linear GLM entre AI, GIA e variáveis de controle (AI medido um dia depois da publicação do ITR3)

$$BAS_{it} = \exp(\beta_0 + \beta_1 GIA_{it} + \beta_2 GRI_{it} + \beta_3 LIQB_{it} + \beta_4 CANAL_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 LIQC_{it} + \beta_7 VOLA_{it}) + \varepsilon_{it}$$

Variável (Relação Esperada)	Coefficiente	Estatística Z	P-valor
C	-4.831327	-6.207469	0.0000
GIA(+)	-0.426020	-1.858179	0.0631*
GRI(-)	0.449193	5.480663	0.0000***
LIQB(-)	-4.046046	-5.037604	0.0000***
CANAL(-)	0.174729	2.177571	0.0294**
ROE(-)	0.008380	1.613996	0.1065
LIQC(-)	-1.320979	-4.296584	0.0000***
VOLA(+)	-0.452212	-2.484770	0.0130**
Total de Obs:	221	Média	0.452443
Período	2016 2019	Mediana	0.303758
Prob(LR-statistic)	0.000000	Máximo	3.888040
Pearson statistic	1.02E-05	Mínimo	-2.564933
		JB	95.55652
		Probabilidade	0.000000

Fonte: Dados da pesquisa. ***, ** e * significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente

O modelo é significativo como um todo, considerando o resultado da Estatística LR (p-valor da estatística LR <0,01). A estimativa da dispersão (1,02E-05) extraída da estatística de Pearson está distante do valor restrito de 1,0, assegurando o ajustamento do modelo. Constata-se que seis dentre as sete variáveis independentes mostraram-se significantes, inclusive a variável de interesse GIA (GI com uso da técnica da atribuição). As variáveis de controle qualidade do disclosure (GRI) e volatilidade (VOLA) não seguiram o sentido prescrito pela literatura. O resultado da variável GIA foi negativo, portanto, contrário ao proposto pela hipótese de pesquisa (H1).

A Tabela 26 apresentada a seguir contém os resultados da regressão com a variável de interesse do estudo baseada na técnica de GI da ênfase (GIE) aplicada ao nível de assimetria informacional medido um dia antes da publicação do ITR3.

Tabela 26: Resultados da estimação em regressão não-linear GLM entre AI, GIE e variáveis de controle (AI medido um dia antes da publicação do ITR3)

$$BAS_{it} = \exp(\beta_0 + \beta_1 GIE_{it} + \beta_2 GRI_{it} + \beta_3 LIQB_{it} + \beta_4 CANAL_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 LIQC_{it} + \beta_7 VOLA_{it}) + \varepsilon_{it}$$

Variável (Relação Esperada)	Coefficiente	Estatística Z	P-valor
C	-5.882432	-8.937112	0.0000
GIE(+)	0.017882	3.292166	0.0010***
GRI(-)	0.337532	2.874148	0.0041***
LIQB(-)	-2.148095	-2.369987	0.0178**
CANAL(-)	0.021082	0.602422	0.5469
ROE(-)	0.002580	0.682645	0.4948
LIQC(-)	-0.498782	-1.843362	0.0653*
VOLA(+)	0.085019	0.517281	0.6050
Total de Obs:	220	Média	0.205773
Período	2016 2019	Mediana	0.073215
Prob(LR-statistic)	0.000000	Máximo	7.044182
Pearson statistic	1.33E-05	Mínimo	-2.160619
		JB	2750.351
		Probabilidade	0.000000

Fonte: Dados da pesquisa. ***, ** e * significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente

A regressão é significativa como um todo, considerando o resultado da Estatística LR (p-valor da estatística LR <0,01) e a estimativa da dispersão (1,33E-05) extraída da estatística de Pearson está bem aquém do valor restrito de 1,0, assegurando o ajustamento do modelo aos dados analisados nos relatórios de sustentabilidade das empresas selecionadas.

Quatro dentre as sete variáveis independentes mostraram-se significantes, inclusive a variável de interesse do presente estudo (GIE). As variáveis de controle que apresentaram significância (LIQB e LIQC) seguiram o sentido prescrito pela literatura, à exceção da variável ‘qualidade do disclosure (GRI). O resultado da variável GIE corroborou a hipótese de pesquisa (H1) deste estudo.

A Tabela 27 contém os resultados da regressão com a variável de interesse do estudo baseada na técnica de GI da ênfase (GIE) aplicada ao nível de assimetria informacional medido no dia da publicação do ITR3.

Tabela 27: Resultados da estimação em regressão não-linear GLM entre AI, GIE e variáveis de controle (AI medido no dia da publicação do ITR3)

$$BAS_{it} = \exp(\beta_0 + \beta_1 GIE_{it} + \beta_2 GRI_{it} + \beta_3 LIQB_{it} + \beta_4 CANAL_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 LIQC_{it} + \beta_7 VOLA_{it}) + \varepsilon_{it}$$

Variável (Relação Esperada)	Coefficiente	Estatística Z	P-valor
C	-5.451885	-10.08186	0.0000
GIE(+)	0.029990	3.942236	0.0001***
GRI(-)	0.199287	2.406211	0.0161**
LIQB(-)	-3.218513	-4.631491	0.0000***
CANAL(-)	0.099561	1.942389	0.0521*
ROE(-)	0.003968	0.943786	0.3453
LIQC(-)	-0.668093	-2.306646	0.0211**
VOLA(+)	-0.409825	-2.602219	0.0093***
Total de Obs:	221	Média	0.338969
Período	2016 2019	Mediana	0.212407
Prob(LR-statistic)	0.000000	Máximo	5.606311
Pearson statistic	1.21E-05	Mínimo	-2.426387
		JB	507.6092
		Probabilidade	0.000000

Fonte: Dados da pesquisa. ***, ** e * significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente

A regressão é significativa como um todo, considerando o resultado da Estatística LR (p-valor da estatística LR <0,01). Observa-se, ainda, que a estimativa da dispersão (1,21E-05) está bem aquém do valor restrito de 1,0, assegurando o ajustamento do modelo aos dados analisados nos relatórios de sustentabilidade das empresas selecionadas para esta finalidade.

Constata-se, que seis dentre as sete variáveis independentes mostraram-se significantes, inclusive a variável de interesse do presente estudo (GIE). Três dentre as cinco variáveis de controle significantes não seguiram o sentido prescrito pela literatura (GRI, CANAL e VOLA). O resultado da variável GIE corroborou a hipótese de pesquisa (H1).

4.3.3 Discussão dos resultados das regressões usadas para testar H1

Os resultados encontrados em cinco dos cem momentos em que se buscou medir o impacto do gerenciamento da impressão (GI) constante das dimensões social e ambiental dos relatórios de sustentabilidade (D-CSR) no nível de assimetria informacional (AI) corroboram H1 (relação positiva entre GI e AI). Importante notar que esses resultados foram encontrados empregando-se a variável de interesse (GI) em sua forma absoluta. Portanto, as regressões que empregaram o nível de GI relativo, encontrado por meio da divisão do valor absoluto pelo desempenho sustentável da empresa, não foram robustas.

Inicialmente, mediu-se esse impacto, diariamente, nos 5 dias que envolvem a publicação do D-CSR: o dia da publicação e os dois dias que o antecedem e que o sucedem. Essa medição, feita entre 2016 e 2019 (4 exercícios financeiros), em 26 companhias com ações na B3, resultou na evidência significativa e robusta de que investidores precificam o GI no próprio dia da publicação dos D-CSR, por meio do aumento da assimetria informacional.

Portanto, no dia da publicação do D-CSR, o nível de GI constante das dimensões social e ambiental (GI_Ag) desse relatório apresentou relação positiva com o nível de AI medido, indicando que o investidor, diante desse GI, identifica um viés informacional decorrente do relatório de sustentabilidade o qual afeta o preço de venda da ação por meio do aumento do spread.

Esse fenômeno repetiu-se quando medido por ocasião da publicação dos resultados trimestrais de julho a setembro (ITR3) dos exercícios de 2016 a 2019 em 58 empresas com ações na B3. Nesse caso, o efeito deu-se, apenas, quando considerado o GI constante da dimensão ambiental (GI_AMB) dos D-CSR. Verificou-se, ainda, a presença significativa do fenômeno um dia após a publicação do ITR3, porém, impellido, apenas, pelo GI constante da dimensão social (GI_SOC) dos D-CSR.

O nível de gerenciamento da impressão mensurado de forma segregada por meio da técnica da ênfase (GIE) também apresentou significância quando testado no modelo (5) proposto neste estudo. Considerada as dimensões social e ambiental, tal achado deu-se no dia da publicação do ITR3 e no dia anterior a essa divulgação, confirmando a hipótese deste estudo em que o investidor reage mal ao emprego do GI refletindo no aumento do nível de assimetria informacional medido.

Soma-se a essas evidências da presença de GI na narrativa constante dos D-CSR analisados neste estudo, a predominância da maximização de informações positivas sobre os enunciados que minimizam informações negativas (0,9% dos enunciados codificados). Tal desequilíbrio entre informações positivas e negativas é uma indicação de que grandes empresas com potencial intrínseco de incidir em externalizações estão, conforme a Teoria do Disclosure Voluntário (TDV), aumentando o viés informacional, trazendo, portanto, maior assimetria entre as partes interessadas.

Esse contexto de priorização da maximização de dados positivos (99,1% dos enunciados) era esperado em função da TDV, mas surpreende a proporção de 99 enunciados positivos para um negativo. No modelo proposto neste estudo, dentre as quatro técnicas empregadas, os enunciados negativos são minimizados apenas por meio

das técnicas da ‘Atribuição’ e ‘Temático-Enfatização’. No conjunto dessas duas técnicas, a minimização de ações negativas foi de 17% contra 83% de maximizações de ações positivas.

O predomínio das ações positivas na narrativa pode ser visto, conforme Merkl-Davies, Brennan e Mcleay (2011), como a manifestação de estratégias com a finalidade de apresentar uma versão dos eventos econômicos que possibilite recompensas sociais e materiais e evite sanções. Isso ocorre porque, de acordo com Krüger (2015), os efeitos financeiros de ações socialmente irresponsáveis (negativas) são maiores do que os de ações positivas. Portanto, a relação positiva entre GI e AI encontrada na amostra estudada seria uma reação do investidor ao identificar a presença dessa estratégia na narrativa.

Corroborando, ainda, as evidências citadas, a tendência de redução do nível de GI aplicado por gestores em D-CSR nas dimensões social e ambiental da amostra pesquisada, conforme Gráficos 1 e 2. Sugere-se aqui que gestores reduziram o uso de GI em seus D-CSR porque o mercado reagiu negativamente à presença dele. Trata-se de evidência que, conforme Hand (1990), demonstra haver expectativas racionais sobre os retornos futuros por parte dos participantes do mercado. Essas evidências apontam para o fato de que, em média, o mercado é capaz de avaliar o viés dos relatórios de sustentabilidade.

Assim, tais evidências encontradas na amostra retratam um extrato do mercado brasileiro reagindo negativamente à presença de GI em relatórios de sustentabilidade e se alinham aos achados de Guillamon-Saorin, Brennan e Pierce (2017) em que o GI constante de anúncios de resultados na imprensa (disclosure voluntário) por parte de grandes empresas europeias nos anos de 2003 a 2009 também foi repellido por investidores.

Acerca da relação negativa significativa encontrada entre o GI pela técnica da atribuição (GIA) um dia após a publicação do ITR3 são feitas algumas considerações. Tal evidência contrariaria os outros cinco achados e a hipótese de pesquisa deste estudo. No entanto, deve-se levar em conta que a técnica da atribuição teve uma representação minoritária (1,5%) no agregado de enunciados identificados na amostra.

Outro aspecto a ser considerado é que 78% dos enunciados identificados como emprego da atribuição tiveram o objetivo de internalizar uma ação empresarial sustentável positiva cuja autoria não foi da empresa. Nesse caso, é possível que o investidor tenha acolhido a informação sem ter percebido o viés existente o que

possibilitou a ocorrência de uma correlação negativa significativa ($p\text{-valor}<0.1$) entre GI e AI.

Destaca-se que a proposta do modelo de mensuração do GI na pesquisa teve como foco principal a junção das quatro técnicas estudadas em um índice agregado (GI_Ag, GI_AMB e GI_SOC). Portanto, as principais evidências consideradas na realização das inferências deste estudo foram aquelas em que o modelo empregou um índice de GI agregado.

Importante notar que as regressões realizadas com a variável de interesse GI considerando as técnicas separadas tiveram o fulcro de confirmar a técnica da ênfase como predominante conforme a estatística descritiva dos enunciados mostrou (Quadro 25). Assim, o fato de que 75% dos enunciados identificados com gerenciamento da impressão na pesquisa empregaram a ênfase confirma a significância encontrada ($p\text{-valor}<0.01$) na relação dessa técnica de GI com a AI (Tabelas 27 e 28).

Neste processo de análise da forma como o GI impacta a AI, importa discutir acerca da racionalidade que o comanda. Verifica-se, conforme Adelberg (1979) e Aerts (2005), que a amostra apresentou evidências indicadoras da presença de uma racionalidade instrumentada no GI em que gestores buscam ressaltar o desempenho da empresa em ações socioambientais o que é percebido pelos investidores.

Portanto, com base nas perspectivas predominantes de pesquisa em GI elencadas por Merkl-Davies e Brennan (2011) (Quadro 2), é possível inferir que o gestor baseia-se na racionalidade econômica (pura) ao reduzir o emprego de GI em consequência da reação negativa do investidor à presença desse fenômeno ao longo do período estudado. Nesse caso, a motivação do gestor é oportunística e visa aumentar a sua compensação que é, conforme Brooks e Oikonomou (2018), uma função direta do valor da empresa refletido na precificação de suas ações.

Pelo lado do investidor, conforme Girão e Machado (2013) e Song e Chen (2016), tal motivação oportunística é uma evidência da presença de conflitos de interesse com potencial de expropriação de sua riqueza. Em última análise, considerada a racionalidade do investidor, a sua reação negativa ao emprego de GI no disclosure voluntário pode ser explicada como uma tentativa de defender-se da expropriação de riqueza originada na assimetria informacional que ele percebe em relação aos gestores (MERKL-DAVIES; BRENNAN, 2011).

Dessa forma, no que se refere ao investidor, não é possível enquadrar os resultados encontrados neste estudo às perspectivas predominantes de pesquisa em GI elencadas por

Merkel-Davies e Brennan (2011) (Quadro 3). Portanto, a aversão ao GI em relatórios de sustentabilidade da parte do investidor conforme os achados deste estudo não encontra amparo em nenhuma das racionalidades de estudo anteriores. Na racionalidade econômica o investidor ignoraria o GI por considerá-lo ‘conversa fiada’, e nas demais racionalidades (limitada, substantiva e crítica) não perceberia o viés da narrativa acolhendo-o.

Diante das evidências encontradas neste estudo, sugere-se que o investidor, exposto ao excesso de informações disponíveis no relatório de sustentabilidade, empregue atalhos heurísticos para a tomada decisão, conforme propõem Nisbett et al. (2001). Assim, baseados na presença de GI, notadamente nas informações enfatizadas, investidores reagiram negativamente o que se refletiu no aumento do spread entre oferta de compra e venda das ações das empresas da amostra estudada.

A resposta do mercado ao GI identificado nos D-CSR da amostra é, também, uma evidência da forma semiforte da Hipótese do Mercado Eficiente (HME) (FAMA, 1970). Nesse caso, baseado em informações públicas divulgadas por meio do D-CSR, o investidor manifesta-se tempestivamente (no mesmo dia da publicação) rechaçando o GI ao considerá-lo uma estratégia adotada pela administração com o fim de apresentar uma versão dos eventos econômicos que possibilite recompensas sociais e materiais e, também, evitar sofrer sanções (MERKL-DAVIES; BRENNAN; MCLEAY, 2011).

Da mesma forma, o GI percebido na dimensão ambiental constante do D-CSR apresentou relação significativa com o nível de AI no dia do anúncio do ITR3 (p -valor <0.1) e o GI percebido na dimensão social daquele mesmo relatório foi significativo no dia seguinte a publicação desse anúncio (p -valor <0.05). Infere-se que a informação acerca do GI constatado nas dimensões ambiental e social foram úteis nas tomadas de decisão de investidores em momentos posteriores à sua própria publicação. Portanto, o GI identificado pelo investidor na publicação do D-CSR mostrou-se como informação útil em momentos posteriores por ocasião da publicação de relatórios trimestrais, caracterizando a eficiência do mercado na forma semiforte.

Esse nível de sensibilidade do mercado para o emprego do GI em D-CSR também é uma evidência contrária à Hipótese da Revelação Incompleta (HRI), pois demonstrou que o mercado é capaz de reconhecer e precificar a manipulação de gestores ao enfatizarem notícias positivas e dissimularem informações negativas. Portanto, informações públicas que exigem maior custo de extração, como as viesadas pelo GI,

foram percebidas pelo mercado e incorporadas imediatamente aos preços das ações, corroborando a HME.

Acerca das variáveis de controle, empregadas nas seis regressões cuja variável de interesse GI mostrou-se significativa, verificou-se relação contrária ao prescrito na literatura nos coeficientes de ‘liquidez corrente’, ‘qualidade do disclosure GRI’ e ‘volatilidade’ nos dias das publicações do D-CSR e ITR3.

O fato de a ‘liquidez corrente’ ter apresentado relação positiva em relação ao nível de AI medido no dia da publicação do relatório de sustentabilidade pode ser explicado, com base nos achados de Bhandari e Javakhadze (2017) acerca da relação negativa entre folga financeira de empresas que investem em CSR e valor da empresa. Para esses autores, a folga financeira apresentada junto às informações sobre a gestão corporativa em sustentabilidade, constantes do D-CSR, pode representar para o investidor consequências negativas advindas dessa forma de alocação do capital com potencial de causar deterioração da situação de fluxo de caixa futuro.

Acerca da volatilidade ter apresentado sentido contrário ao nível de AI no dia da publicação do ITR3, Chung, Kim e Ryu (2017) verificaram a existência de relação positiva e significativa entre os volumes de negociação e AI, tanto em bases diárias quanto semanais no mercado de capitais da Coréia do Sul. Os autores inferiram que a negociação por investidores estrangeiros, constituída em grande parte por investidores institucionais informados e sofisticados, tende a agravar os ambientes informacionais nos mercados de capitais de países emergentes (CHUNG; KIM; RYU, 2017).

Inferre-se, utilizando-se dos achados de Chung, Kim e Ryu (2017), que no dia da publicação do ITR3, por se tratar igualmente de mercado emergente, a AI medida na amostra desta pesquisa contenha as características de degradação informacional relatadas pelos autores. Essas características podem explicar a ‘a ‘volatilidade’ medida apresentar sentido contrário ao esperado.

Da mesma forma, seguindo Duarte e Young (2009), a citada distorção de sinal encontrada no coeficiente de ‘volatilidade’ pode ser consequência da ação de traders informados. Para esses estudiosos, períodos de assimetria informacional são caracterizados por fluxos desbalanceados de ordens de compra e venda de ações em que há a possibilidade de que tais ordens estejam calcadas em informações privilegiadas (DUARTE; YOUNG, 2009).

O fato de o coeficiente da variável usada para medir a qualidade do disclosure com base em modelos consagrados de relatórios de sustentabilidade (GRI e IIRC) ter

obtido sentido positivo em relação à AI por ocasião da publicação do ITR3, poderia ser explicado em termos de credibilidade deste tipo de disclosure. Lock e Seele (2016) identificaram que os D-CSRs europeus não têm pontuação alta em credibilidade. Da mesma forma, Michelin, Pilonato e Ricceri (2014), consideram que D-CSRs de baixa qualidade sustentados em frameworks e assurance dão causa ao ceticismo por parte de investidores, acadêmicos e stakeholders da área ambiental, acerca do uso de tais relatórios como ferramentas de accountability a serviço da imagem corporativa.

Não foi encontrado na literatura uma explicação para a variável ‘cobertura de analistas’ ter obtido sentido positivo em relação ao nível de AI. A literatura empírica sobre essa variável apresenta-a como redutora do nível de AI (BROCHET; MILLER; SRINIVASAN, 2014; DHALIWAL; LEE, 2017; OLIVEIRA et al., 2018).

5 CONCLUSÃO

Com o objetivo de testar se há relação entre o nível de gerenciamento de impressão (GI) constante de relatórios de sustentabilidade (D-CSR) e o nível de assimetria informacional (AI) em empresas brasileiras de capital aberto, este estudo adaptou e validou indicador de nível de GI em D-CSR, obtido a partir deste trabalho investigativo, com base no índice proposto por Brennan, Guillamon-Saorin e Pierce (2009).

Para cumprir a etapa de validação do indicador, submeteu-se o modelo à análise de especialistas que julgaram os itens que o compõem considerando os aspectos relacionados a pertinência e relevância, cujas resposta foram testadas quanto à consistência interna (Alfa de *Cronbach*).

O modelo foi testado, ainda, quanto à confiabilidade (Teste de Krippendorf) e, também, foi submetido a análise confirmatória por meio da checagem dos determinantes do gerenciamento da impressão. Nessa etapa, constatou-se que, dentre as cinco variáveis consideradas como determinantes do nível de GI, três foram significativas (tamanho, risco e política de independência do conselho de administração) o que, por sua vez, permitiu validar o indicador ora proposto.

Foi possível obter informações que constataram que as empresas analisadas neste estudo tiveram, neste período (2016 a 2019), uma tendência a reduzir o nível de gerenciamento da impressão, tanto na dimensão social quanto na ambiental. Considerado o resultado total das duas dimensões, a média (mediana) do nível de gerenciamento da impressão mensurado teve uma redução de 22% (34%), passando de 42,6 (35 para 33,2 (27,5). A razão para o decréscimo pode estar na percepção do gestor acerca dos investidores reagirem negativamente ao uso de gerenciamento da impressão, conforme sugere a hipótese principal desta pesquisa.

Nesse sentido, em relação ao teste da hipótese principal do estudo – *há relação entre o nível de gerenciamento da impressão em relatórios de sustentabilidade e o nível de assimetria informacional em empresas brasileiras de capital aberto* – a hipótese foi corroborada, uma vez que a variável que mensura o nível de GI nas dimensões social e ambiental foi significativa, bem como o seu sentido considerado favorável ao da variável *bid-ask-spread*.

Os resultados também evidenciaram que o emprego de GI é precificado pelos investidores, via precificação das ações, corroborando a versão semiforte da hipótese de

eficiência de mercado, que refere-se à incorporação aos preços das ações, acerca do uso das informações disponíveis (passadas e presentes) de forma eficiente.

Portanto, as principais contribuições deste estudo à literatura contábil são: (i) adaptação, para aplicação em relatórios de sustentabilidade, de um modelo robusto para a mensuração do nível de gerenciamento da impressão; (ii) criação de uma variável que pode ser agregada a outras que buscam mensurar a qualidade do disclosure em responsabilidade social corporativa, como o índice de social disclosure, por exemplo; e (iii) evidenciação empírica de que o mercado considera o gerenciamento da impressão ao avaliar uma empresa com o intuito de precificar suas ações.

Outra contribuição que este trabalho acadêmico acrescenta à pesquisa científica é em relação a evidenciar aos normatizadores e gestores a necessidade de se adotar diretrizes ou padrões com relação ao emprego de gerenciamento da impressão em relatórios de sustentabilidade, no sentido de se evitar que seja ferida a característica fundamental da informação contábil da representação fidedigna.

Assim, o trabalho permitiu verificar que, em boa medida, relatórios de sustentabilidade são mais usados por gestores para enfatizar ações positivas, evitando-se abordar as externalidades advindas da própria natureza empresarial. Possibilita, ainda, levantar questões acerca da necessidade desses relatórios tornarem-se auditáveis da mesma forma que relatórios financeiros o são, pois gestores não são penalizados pelo uso de GI e conseqüente impacto negativo na representação fidedigna, exceto na forma de assimetria informacional.

Ao concluir este trabalho de pesquisa, constatou-se que o objetivo principal desta investigação, que é aprofundar os estudos sobre gerenciamento da impressão na narrativa contábil e da assimetria informacional em relatórios de sustentabilidade empresarial foi alcançado.

Quanto a sugestões para trabalhos futuros, pode-se indicar a realização de pesquisas com o fulcro de automatizar a codificação do nível de gerenciamento da impressão, de forma a tornar mais célere a análise de dados. Nesse mister, deve-se priorizar partes/etapas do processo de codificação da narrativa contábil em relatórios de sustentabilidade cuja capacidade humana de interpretação não seja essencial, como no caso do emprego da técnica da 'Enfatização'. Sugere-se, ainda, a realização de estudos que ampliem o modelo de codificação proposto, contemplando outras técnicas, como a compreensibilidade (legibilidade), contribuindo com a sua capacidade de identificar e mensurar o emprego de gerenciamento da impressão em relatórios de sustentabilidade.

REFERÊNCIAS

ABRAHAMSON, Eric; PARK, Choelsoon. Concealment of negative organizational outcomes: An agency theory perspective. **Academy of management journal**, v. 37, n. 5, p. 1302-1334, 1994.

ADAMS, Carol A. A commentary on: corporate social responsibility reporting and reputation risk management. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, 2008.

ADAMS, Carol A. How are investors using ESG information?. **Towards sustainable business**. Disponível em: [Sustainable development is too important for self-interest and political posturing \(responsible-investor.com\)](https://www.responsible-investor.com). Acesso em: 21 de março de 2021. [How are investors using ESG information? \(drcaroladams.net\)](https://drcaroladams.net)

ADELBERG, Arthur Harris. Narrative disclosures contained in financial reports: means of communication or manipulation?. **Accounting and Business Research**, v. 9, n. 35, p. 179-190, 1979.

AERTS, Walter. Picking up the pieces: impression management in the retrospective attributional framing of accounting outcomes. **Accounting, organizations and society**, v. 30, n. 6, p. 493-517, 2005.

ALMEIDA-SANTOS, Paulo Sérgio; VARGAS, A. J.; ALMEIDA, D. M.; LAVARDA, C. E. F.. Nível de disclosure verde e a reputação corporativa ambiental das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 9, n. 18, p. 63-82, 2012.

AMIHUD, Yakov; MENDELSON, Haim. Asset pricing and the bid-ask spread. **Journal of financial Economics**, v. 17, n. 2, p. 223-249, 1986.

AMIRAM, Dan; OWENS, Edward; ROZENBAUM, Oded. Do information releases increase or decrease information asymmetry? New evidence from analyst forecast announcements. **Journal of Accounting and Economics**, v. 62, n. 1, p. 121-138, 2016.

ANDERSEN, Margaret L.; DEJOY, John S. Corporate social and financial performance: the role of size, industry, risk, R&D and advertising expenses as control variables. **Business and Society Review**, v. 116, n. 2, p. 237-256, 2011.

ARCÚRIO, Tércio Jr.; GONÇALVES, Rodrigo de Souza. Qualidade da auditoria e assimetria informacional: uma análise no período pré e pós-adoção às normas internacionais de contabilidade. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 17, n. 42, p. 38-56, 2020.

ARRINGTON, C. Edward; PUXTY, Anthony G. Accounting, interests, and rationality: a communicative relation. **Critical Perspectives on Accounting**, v. 2, n. 1, p. 31-58, 1991.

ATTIG, Najah; GHOUL, S., GUEDHAMI, O.; SUH, J. Corporate social responsibility and credit ratings. **Journal of business ethics**, v. 117, n. 4, p. 679-694, 2013.

B3. http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm. Acesso em 12 de março 2018.

B3. http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/formador-de-mercado/. Acesso em 15 de março 2019.

BAGINSKI, Stephen P.; HASSELL, John M.; HILLISON, William A. Voluntary causal disclosures: Tendencies and capital market reaction. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 15, n. 4, p. 371-389, 2000.

BAIMAN, Stanley; VERRECCHIA, Robert E. The relation among capital markets, financial disclosure, production efficiency, and insider trading. **Journal of Accounting Research**, v. 34, n. 1, p. 1-22, 1996.

BALL, Ray; BROWN, Philip. An empirical evaluation of accounting income numbers. **Journal of Accounting Research**, p. 159-178, 1968.

BANSAL, Pratima; CLELLAND, Iain. Talking trash: Legitimacy, impression management, and unsystematic risk in the context of the natural environment. **Academy of Management Journal**, v. 47, n. 1, p. 93-103, 2004.

BARDIN, Laurence. **Análise de Conteúdo**. São Paulo: Edições 70. 2011.

BATISTA, Alexandre Ricardo de Aragão; MAIA, Uxi; ROMERO, Alécio. Mercado acionário sob o impeachment presidencial brasileiro de 2016: um teste na forma semiforte da hipótese do mercado eficiente. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 29, n. 78, p. 405-417, 2018.

BHANDARI, Avishek; JAVAKHADZE, David. Corporate social responsibility and capital allocation efficiency. **Journal of Corporate Finance**, v. 43, p. 354-377, 2017.

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

BECK, A. Cornelia; CAMPBELL, David; SHRIVES, Philip J. Content analysis in environmental reporting research: Enrichment and rehearsal of the method in a British-German context. **The British Accounting Review**, v. 42, n. 3, p. 207-222, 2010.

BEELITZ, Annika; MERKL-DAVIES, Doris M. Using discourse to restore organisational legitimacy: 'CEO-speak' after an incident in a German nuclear power plant. **Journal of Business Ethics**, v. 108, n. 1, p. 101-120, 2012.

BERETTA, Sergio; BOZZOLAN, Saverio. Quality versus quantity: the case of forward-looking disclosure. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, v. 23, n. 3, p. 333-376, 2008.

BERTHELOT, Sylvie; COULMONT, Michel; SERRET, Vanessa. Do investors value sustainability reports? A Canadian study. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 19, n. 6, p. 355-363, 2012.

BIN ALI KHAN, M. N. A.; BIN ISMAIL, N. A. The use of disclosure indices in internet financial reporting research. **Journal of Global Business and Economics**, v. 3, n. 1, p. 157-173, 2011.

BLOOMFIELD, Robert J. The 'incomplete revelation hypothesis' and financial reporting. **Accounting Horizons**, 16(3), 233-243. 2002.

BOIRAL, Olivier. Sustainability reports as simulacra? A counter-account of A and A+ GRI reports. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, 2013.

BOIRAL. Accounting for the unaccountable: Biodiversity reporting and impression management. **Journal of Business Ethics**, v. 135, n. 4, p. 751-768, 2016.

BORGHEI, Zahra; LEUNG, Philomena; GUTHRIE, James. Does voluntary greenhouse gas emissions disclosure reduce information asymmetry? Australian evidence. *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting*, v. 8, n. 2, p. 123-147, 2018.

BOTOSAN, Christine A. Disclosure level and the cost of equity capital. *Accounting Review*, p. 323-349, 1997.

BOWEN, Robert M.; DAVIS, Angela K.; MATSUMOTO, Dawn A. Emphasis on pro forma versus GAAP earnings in quarterly press releases: Determinants, SEC intervention, and market reactions. *The Accounting Review*, v. 80, n. 4, p. 1011-1038, 2005.

BRASIL. Lei nº 10.165, de 27 de Dezembro de 2000. Altera a Lei no 6.938, de 31 de agosto de 1981, que dispõe sobre a Política Nacional do Meio Ambiente, seus fins e mecanismos de formulação e aplicação, e dá outras providências. **Presidência da República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 28 dez. 2000. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L10165.htm Acesso em: 28 de março de 2019.

BRENNAN, Niamh M.; DALY, Caroline A.; HARRINGTON, Claire S. Rhetoric, argument and impression management in hostile takeover defence documents. *The British Accounting Review*, v. 42, n. 4, p. 253-268, 2010.

BRENNAN, Niamh M.; GUILLAMON-SAORIN, Encarna; PIERCE, Aileen. Methodological Insights: Impression management: developing and illustrating a scheme of analysis for narrative disclosures—a methodological note. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 22(5), 789-832, 2009.

BRENNAN, Niamh M.; MERKL-DAVIES, Doris M. Accounting narratives and impression management. *The Routledge Companion to Accounting Communication*, p. 109-132, 2013.

BRENNAN, Niamh M.; MERKL-DAVIES, Doris M.; BEELITZ, Annika. Dialogism in corporate social responsibility communications: Conceptualising verbal interaction between organisations and their audiences. *Journal of Business Ethics*, v. 115, n. 4, p. 665-679, 2013.

BRENNAN, Niamh M.; MERKL-DAVIES, Doris M. Rhetoric and argument in social and environmental reporting: the Dirty Laundry case. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 2014.

BROCHET, Francois; MILLER, Gregory S.; SRINIVASAN, Suraj. Do analysts follow managers who switch companies? An analysis of relationships in the capital markets. *The Accounting Review*, v. 89, n. 2, p. 451-482, 2014.

BROOKS, Chris. **Introductory Econometrics for Finance**. 3^a edition. Cambridge: Cambridge University Press. 2014.

BROOKS, Chris; OIKONOMOU, Ioannis. The effects of environmental, social and governance disclosures and performance on firm value: A review of the literature in accounting and finance. *The British Accounting Review*, v. 50, n. 1, p. 1-15, 2018.

BROWN, Darryl Lee; GUIDRY, Ronald P.; PATTEN, Dennis M. Sustainability reporting and perceptions of corporate reputation: an analysis using Fortune most admired scores. *Advances in Environmental Accounting and Management* 4: 83-104., 2010.

BROWN, Halina Szejnwald; DE JONG, Martin; LEVY, David L. Building institutions based on information disclosure: lessons from GRI's sustainability reporting. *Journal of Cleaner Production*, v. 17, n. 6, p. 571-580, 2009.

- BROWN, Jill A.; FORSTER, William R. CSR and stakeholder theory: A tale of Adam Smith. **Journal of Business Ethics**, v. 112, n. 2, p. 301-312, 2013.
- BROWN, Stephen; HILLEGEIST, Stephen A. How disclosure quality affects the level of information asymmetry. **Review of Accounting Studies**, v. 12, n. 2-3, p. 443-477, 2007.
- BUSHMAN, Robert M.; INDJEKIAN, Raffi J.; SMITH, Abbie. CEO compensation: The role of individual performance evaluation. **Journal of Accounting and Economics**, v. 21, n. 2, p. 161-193, 1996.
- BRYMAN, Alan. **Social Research Methods**. Oxford university press, 2016.
- CAETANO, Fábio Massáud; SANTOS, Nelson Seixas dos; KLOECKNER, Gilberto de Oliveira. Prêmio por informação: uma investigação empírica da microestrutura do mercado acionário do Brasil. **Estudos Econômicos (São Paulo)**, v. 45, p. 625-650, 2015.
- CALEGARI, Izabela Paranaíba; GONÇALVES, R. S; SERRANO, A. L. M.; RODRIGUES, J. M. Efeitos da reputação corporativa no custo de capital próprio em empresas brasileiras listadas. **Revista Universo Contábil**, v. 12, n. 1, p. 178-198, 2016.
- CAMARGOS, Marcos Antônio; BARBOSA, Francisco Vidal. Teoria e evidência da eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 10, n. 1, p. 41, 2003.
- CARDOSO, Vanessa Ingrid da Costa; DE LUCA, Márcia Martins Mendes; GALLON, Alessandra Vasconcelos. Reputação corporativa e o disclosure socioambiental de empresas brasileiras. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 17, n. 2, 2014.
- CASSAR, Gavin. Self-serving behaviour and the voluntary disclosure of capital market performance. **Accounting Research Journal**, v. 14, n. 2, p. 126-137, 2001.
- CHAILALI, Panagioula Penny; JONES, Michael John. It's a matter of trust: Exploring the perceptions of Integrated Reporting preparers. **Critical Perspectives on Accounting**, v. 48, p. 1-20, 2017.
- CHERNEV, Alexander; BLAIR, Sean. Doing well by doing good: The benevolent halo of corporate social responsibility. **Journal of Consumer Research**, v. 41, n. 6, p. 1412-1425, 2015.
- CHEYNEL, Edwige. A theory of voluntary disclosure and cost of capital. **Review of Accounting Studies**, v. 18, n. 4, p. 987-1020, 2013.
- CHO, Charles H.; MICHELON, Giovanna; PATTEN, Dennis M. Impression management in sustainability reports: An empirical investigation of the use of graphs. **Accounting and the Public Interest**, v. 12, n. 1, p. 16-37, 2012.
- CHO, Seong Y.; LEE, Cheol; PFEIFFER JR, Ray J. Corporate social responsibility performance and information asymmetry. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 32, n. 1, p. 71-83, 2013.
- CHUNG, Chune Young; KIM, Hyeyoen; RYU, Doojin. Foreign investor trading and information asymmetry: Evidence from a leading emerging market. **Applied Economics Letters**, v. 24, n. 8, p. 540-544, 2017.
- CLARKSON, Peter M.; LI, Yue; RICHARDSON, Gordon D. The market valuation of environmental capital expenditures by pulp and paper companies. **The Accounting Review**, v. 79, n. 2, p. 329-353, 2004.

CLARKSON, Peter M.; LI, Y.; Y., RICHARDSON, G., Vasvari, F.,. Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure: An empirical analysis. **Accounting, Organizations and Society**, v. 33, n. 4-5, p. 303-327, 2008.

CLATWORTHY, Mark; JONES, Michael John. The effect of thematic structure on the variability of annual report readability. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, 2001.

CLATWORTHY, Mark; JONES, Michael John. 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, Mark A.; JONES, Michael John. Differential patterns of textual characteristics and company performance in the chairman's statement. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, 2006.

COLLIS, Jill; HUSSEY, Roger. **Pesquisa em Administração: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação**. Bookman, 2005.

COURTIS, John K.. An investigation into annual report readability and corporate risk-return relationships. **Accounting and Business Research**, v. 16, n. 64, p. 285-294, 1986.

COURTIS, John K.. Readability of annual reports: Western versus Asian evidence. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, 1995.

COURTIS, John K.. Information redundancy in annual reports. **Accountability and Performance**, v. 12, n. 3, p. 1-16, 1996.

CRAIG, Russell J.; BRENNAN, Niamh M. An exploration of the relationship between language choice in CEO letters to shareholders and corporate reputation. In: **Accounting Forum**. No longer published by Elsevier, 2012. p. 166-177.

CRONBACH, Lee J. *Coefficient Alpha and The Internal Structure of Tests*. **Psychometrika**, vol. 16, n.3, sept, 1951, p.297-334.

CROWTHER, D. **A Social Critique of Corporate Reporting: A Semiotic Analysis of Corporate Financial and Environmental Reporting**: Routledge. 2018.

CRUZ, Cássia Vanessa Olak Alves; DE LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco. Reputação corporativa e nível de disclosure das empresas de capital aberto no Brasil. **Revista Universo Contábil**, v. 6, n. 1, p. 85-101, 2010.

CUI, Jinhua; JO, Hoje; NA, Haejung. Does corporate social responsibility affect information asymmetry?. **Journal of Business Ethics**, v. 148, n. 3, p. 549-572, 2018.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários (2009). **Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários**. Recuperado em 10 maio, 2018, de <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>

DHALIWAL, Dan S.; RADHAKRISHNAN, S.; TSANG, A.; YANG, Y. G. Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: International evidence on corporate social responsibility disclosure. **The Accounting Review**, v. 87, n. 3, p. 723-759, 2012.

DEMERS, E.; VEGA, C. **Soft information in earnings announcements: news or noise?** INSEA Working Paper. 2010. Disponível em: https://flora.insead.edu/fichiersti_wp/inseadwp2010/2010-33.pdf.

- DEMSETZ, Harold. The cost of transacting. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 82, n. 1, p. 33-53, 1968.
- DEMSKI, Joel S. The general impossibility of normative accounting standards. **The Accounting Review**, v. 48, n. 4, p. 718-723, 1973.
- DEMSKI, Joel S. Choice among financial reporting alternatives. **The Accounting Review**, v. 49, n. 2, p. 221-232, 1974.
- DIAMOND, Douglas W. Optimal release of information by firms. **The Journal of Finance**, v. 40, n. 4, p. 1071-1094, 1985.
- DIAMOND, Douglas W.; VERRECCHIA, Robert E. Disclosure, liquidity, and the cost of capital. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 4, p. 1325-1359, 1991.
- DIMAGGIO, Paul J.; POWELL, Walter W. The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. **American Sociological Review**, p. 147-160, 1983.
- DIOUF, Dominique; BOIRAL, Olivier. The quality of sustainability reports and impression management. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, 2017.
- DUARTE, Jefferson; YOUNG, Lance. Why is PIN priced? **Journal of Financial Economics**, v. 91, n. 2, p. 119-138, 2009.
- DYE, Ronald A. Disclosure of nonproprietary information. **Journal of Accounting Research**, p. 123-145, 1985a.
- DYE, Ronald A. Strategic accounting choice and the effects of alternative financial reporting requirements. **Journal of Accounting Research**, p. 544-574, 1985b.
- DYE, Ronald A. An evaluation of "essays on disclosure" and the disclosure literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1-3, p. 181-235, 2001.
- DYE, Ronald A.; VERRECCHIA, Robert E. Discretion vs. uniformity: Choices among GAAP. **Accounting Review**, p. 389-415, 1995.
- EASLEY, David; O'HARA, Maureen. Price, trade size, and information in securities markets. **Journal of Financial Economics**, v. 19, n. 1, p. 69-90, 1987.
- EASLEY, David; O'HARA, Maureen. Time and the process of security price adjustment. **The Journal of Finance**, v. 47, n. 2, p. 577-605, 1992.
- EASLEY, David; O'HARA, Maureen. Information and the cost of capital. **The Journal of Finance**, v. 59, n. 4, p. 1553-1583, 2004.
- ELSBACH, Kimberly D. Managing organizational legitimacy in the California cattle industry: The construction and effectiveness of verbal accounts. **Administrative Science Quarterly**, p. 57-88, 1994.
- ELSBACH, Kimberly D.; SUTTON, Robert I. Acquiring organizational legitimacy through illegitimate actions: A marriage of institutional and impression management theories. **Academy of Management Journal**, v. 35, n. 4, p. 699-738, 1992.
- EPSTEIN, Marc J.; FREEDMAN, Martin. Social disclosure and the individual investor. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, 1994.
- FALSCHLUNGER, Lisa Maria; EISL, C.; LOSBICHLER, H.; GREIL, A. M.. Impression management in annual reports of the largest European companies: A

- longitudinal study on graphical representations. **Journal of Applied Accounting Research**, v. 16, n. 3, p. 383-399, 2015.
- FAMA, Eugene F. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.
- FAMA, Eugene F. Efficient capital markets: II. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 5, p. 1575-1617, 1991.
- FARIA, Alexandre; SAUERBRONN, Fernanda Filgueiras. A responsabilidade social é uma questão de estratégia? Uma abordagem crítica. **Revista de Administração Pública**, v. 42, n. 1, p. 7-33, 2008.
- FIFKA, Matthias S. Corporate responsibility reporting and its determinants in comparative perspective—a review of the empirical literature and a meta-analysis. **Business Strategy and the Environment**, v. 22, n. 1, p. 1-35, 2013.
- FISCHER, Paul E.; VERRECCHIA, Robert E. Reporting bias. **The Accounting Review**, v. 75, n. 2, p. 229-245, 2000.
- FLICK, U. **An Introduction to Qualitative Research**. Londres: Sage, 2009
- FORTANIER, Fabienne; KOLK, Ans; PINKSE, Jonatan. Harmonization in CSR reporting. **Management International Review**, v. 51, n. 5, p. 665, 2011.
- FRAZIER, Katherine Beal; INGRAM, Robert W.; TENNYSON, B. Mack. A methodology for the analysis of narrative accounting disclosures. **Journal of Accounting Research**, p. 318-331, 1984.
- FREEMAN, R. Edward; REED, David L. Stockholders and stakeholders: A new perspective on corporate governance. **California Management Review**, v. 25, n. 3, p. 88-106, 1983.
- FREEMAN, R. Edward. The politics of stakeholder theory: Some future directions. **Business ethics quarterly**, p. 409-421, 1994.
- FREEMAN, R. Edward; MCVEA, John. A stakeholder approach to strategic management. **The Blackwell Handbook of Strategic Management**, p. 189-207, 2001.
- FREEMAN, R. Edward. The stakeholder approach revisited. **Zeitschrift für Wirtschafts-und Unternehmensethik**, v. 5, n. 3, p. 228-254, 2004.
- FREEMAN, R. Edward; HARRISON, Jeffrey S.; WICKS, Andrew C. **Managing for Stakeholders: Survival, Reputation, and Success**. Yale University Press, 2007.
- FREEMAN, R. Edward. **Strategic Management: A stakeholder Approach**. Cambridge university press, 2010.
- FREEMAN, Edward; MOUTCHNIK, Alexander. Stakeholder management and CSR: questions and answers. **Uwf UmweltWirtschaftsForum**, v. 21, n. 1-2, p. 5-9, 2013.
- FRIAS-ACEITUNO, José V.; RODRÍGUEZ-ARIZA, Lázaro; GARCIA-SÁNCHEZ, Isabel M. Explanatory factors of integrated sustainability and financial reporting. **Business strategy and the environment**, v. 23, n. 1, p. 56-72, 2014.
- FRIJNS, Bart; GILBERT, Aaron; TOURANI-RAD, Alireza. Insider trading, regulation, and the components of the bid–ask spread. **Journal of Financial Research**, v. 31, n. 3, p. 225-246, 2008.

GARCIA, Editinete André da Rocha; SOUSA-FILHO, José Milton de; BOAVENTURA, João Maurício Gama. The influence of social disclosure on the relationship between Corporate Financial Performance and Corporate Social Performance. **Revista Contabilidade & Finanças**, n. AHEAD, p. 0-0, 2018.

GARCÍA, S. I. M; GÓMEZ M.M.; DAVID F.; RODRÍGUEZ AL. Analyst coverage and forecast accuracy when CSR reports improve stakeholder engagement: The Global Reporting Initiative-International Finance Corporation disclosure strategy. **Corporate Social Responsibility & Environmental Management**, [s. l.], v. 26, n. 6, p. 1392–1406, 2019. DOI 10.1002/csr.1755.

GARCIA, Solange; CINTRA, Y. C.; SOUZA RIBEIRO, M.; DIBBERN, B. R. S. Qualidade da divulgação socioambiental: um estudo sobre a acurácia das informações contábeis nos relatórios de sustentabilidade. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 12, n. 25, p. 67-94, 2015.

GIRÃO, Luiz Felipe de Araújo Pontes; MACHADO, Márcia Reis. A produção científica sobre assimetria informacional em periódicos internacionais de contabilidade. **Revista Contabilidade e Controladoria**, v. 5, n. 1, 2013.

GLOSTEN, Lawrence R.; HARRIS, Lawrence E. Estimating the components of the bid/ask spread. **Journal of financial Economics**, v. 21, n. 1, p. 123-142, 1988.

GLOSTEN, Lawrence R.; MILGROM, Paul R. Bid, ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders. **Journal of Financial Economics**, v. 14, n. 1, p. 71-100, 1985.

GODFREY, Paul C.; MERRILL, Craig B.; HANSEN, Jared M. The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: An empirical test of the risk management hypothesis. **Strategic Management Journal**, v. 30, n. 4, p. 425-445, 2009.

GODFREY, Jayne; MATHER, Paul; RAMSAY, Alan. Earnings and impression management in financial reports: the case of CEO changes. **Abacus**, v. 39, n. 1, p. 95-123, 2003.

GOLANT, Benjamin D.; SILLINCE, John AA. The constitution of organizational legitimacy: A narrative perspective. **Organization Studies**, v. 28, n. 8, p. 1149-1167, 2007.

GONÇALVES, R. S. **Social Disclosure e Custo de Capital Próprio em Empresas Brasileiras de Capital Aberto**. Tese de Doutorado, Universidade de Brasília, Brasília, Brasil. 2011.

GONÇALVES; Rodrigo de Souza; MEDEIROS, O. R.; GONÇALVES, Andréa de Oliveira. Social disclosure das empresas brasileiras de capital aberto: uma análise qualitativa das ações em programas sociais externos no período de 2005 a 2009. **Revista Universo Contábil**, v. 8, p. 97-118, 2012.

GONÇALVES, Rodrigo de Souza; MEDEIROS, O. R. D.; NIYAMA, J. K.; WEFFORT, E. F. J. Social disclosure e custo de capital próprio em companhias abertas no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 24, n. 62, p. 113-124, 2013.

GONÇALVES, Rodrigo Souza; MEDEIROS, O. R.; WEFFORT, E. F. J.; NIYAMA, J. K. A Social Disclosure Index for Assessing Social Programs in Brazilian Listed Firms', **Accounting in Latin America** (Research in Accounting in Emerging Economies, Volume 14). 2014.

- GONÇALVES, R.S., MENEZES BARBOSA, N., BARROSO, C. R.; MEDEIROS, O. R.. Social disclosure e retornos anormais: um estudo de eventos em empresas brasileiras abertas no período de 2005 a 2012. **Revista de Contabilidade e Organizações**, 9(24), 56-70, 2015.
- GRAY, Rob.; JAVAD, M.; POWER, D. M.; SINCLAIR, C. D. Social and environmental disclosure and corporate characteristics: A research note and extension. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 28, n. 3-4, p. 327-356, 2001.
- GRAY, Rob; HERREMANS, I. M. Sustainability and social responsibility reporting and the emergence of the external social audits: the struggle for accountability. In: **The Oxford Handbook of Business and the Natural Environment**. Oxford: Oxford University Press, 2012. p. 405-424.
- GRI. GLOBAL REPORTING INITIATIVE. “**G3 sustainability reporting guidelines: version for public comment**”, Global Reporting Initiative, Amsterdam, 2 January-31 March, 2006. Disponível em: www.grig3.org :
- GRI. GLOBAL REPORTING INITIATIVE. “**Diretrizes para relatórios de sustentabilidade**”, 2011. Disponível em at: <https://www.globalreporting.org/standards/gri-standards-download-center/>
- GRI. GLOBAL REPORTING INITIATIVE. “**Reporting principles and standard disclosures**”, (2013). Disponível em: www.globalreporting.org/resourcelibrary/GRIG4-Part1-Reporting-Principles-and-Standard-Disclosure
- GRI. GLOBAL REPORTING INITIATIVE. “**GRI 101: Foundation**”, 2016. Disponível em: <https://www.globalreporting.org/standards/gri-standards-download-center/>
- GRI (a). GLOBAL REPORTING INITIATIVE. **Integrated Reporting**, 2019. Disponível em: <https://www.globalreporting.org/information/current-priorities/integrated-reporting/Pages/default.aspx>
- GRI (b). GLOBAL REPORTING INITIATIVE. **Consolidated Set Of GRI Sustainability Reporting Standards**, 2019. Disponível em: <https://www.globalreporting.org/information/current-priorities/integrated-reporting/Pages/default.aspx>
- GUESPIN, Louis. Problématique des travaux sur le discours politique. **Langages**, n. 23, p. 3-24, 1971.
- GUILLAMON-SAORIN, Encarna; ISIDRO, Helena; MARQUES, Ana. Impression management and non-GAAP disclosure in earnings announcements. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 44, n. 3-4, p. 448-479, 2017.
- GUJARATI, Damodar N.; PORTER, Dawn C. **Econometria Básica-5**. Amgh Editora, 2011.
- GUTHRIE, James; MATHEWS, M. Reg. Corporate social accounting in Australasia. In: **Research in Corporate Social Performance and Policy**. Jai Press, 1985. p. 251-277.
- HACKSTON, David; MILNE, Markus J. Some determinants of social and environmental disclosures in New Zealand companies. **Accounting, Auditing & Accountability journal**, 1996.
- HAHN, Rüdiger; KÜHNEN, Michael. Determinants of sustainability reporting: a review of results, trends, theory, and opportunities in an expanding field of research. **Journal of Cleaner Production**, v. 59, p. 5-21, 2013.

- HAND, John RM. A test of the extended functional fixation hypothesis. **Accounting Review**, p. 740-763, 1990.
- HARDIN, James W.; HILBE, Joseph M.. **Generalized Linear Models and Extensions**. Stata press, 2018.
- HASSAN, Omaima AG. The impact of voluntary environmental disclosure on firm value: Does organizational visibility play a mediation role?. **Business Strategy and the Environment**, v. 27, n. 8, p. 1569-1582, 2018.
- HEALY, Paul M.; HUTTON, Amy P.; PALEPU, Krishna G. Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. **Contemporary Accounting Research**, v. 16, n. 3, p. 485-520, 1999.
- HEALY, Paul M.; PALEPU, Krishna G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1-3, p. 405-440, 2001.
- HENDERSHOTT, Terrence; JONES, Charles M.; MENKVELD, Albert J. Does algorithmic trading improve liquidity?. **The Journal of Finance**, v. 66, n. 1, p. 1-33, 2011.
- HENDERSHOTT, Terrence; RIORDAN, Ryan. Algorithmic trading and the market for liquidity. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, p. 1001-1024, 2013.
- HERREMANS, Irene M.; AKATHAPORN, Parporn; MCINNES, Morris. An investigation of corporate social responsibility reputation and economic performance. **Accounting, Organizations and Society**, v. 18, n. 7-8, p. 587-604, 1993.
- HIRSHLEIFER, David; TEOH, Siew Hong. Limited attention, information disclosure, and financial reporting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 36, n. 1-3, p. 337-386, 2003.
- HOOGHIEMSTRA, Reggy. Corporate communication and impression management—new perspectives why companies engage in corporate social reporting. **Journal of Business Ethics**, v. 27, n. 1, p. 55-68, 2000.
- HOPWOOD, Anthony G. Accounting and the environment. **Accounting, Organizations and Society**, v. 34, n. 3-4, p. 433-439, 2009.
- HOUAISS, Antônio; VILLAR, Mauro de Salles; FRANCO, Francisco Manoel de Mello. Dicionário Houaiss da língua portuguesa. In: **Dicionário Houaiss da língua portuguesa**. 1. Ed. São Paulo: Moderna. 2015.
- HRASKY, Sue. Visual disclosure strategies adopted by more and less sustainability-driven companies. In: **Accounting Forum**. p. 154-165, 2012.
- HRASKY, Sue; JONES, Michael. Lake Pedder: Accounting, environmental decision-making, nature and impression management. In: **Accounting forum**. p. 285-299, 2016.
- HUANG, Xuan; TEOH, Siew Hong; ZHANG, Yinglei. Tone management. **The Accounting Review**, v. 89, n. 3, p. 1083-1113, 2014.
- HUMMEL, Katrin; SCHLICK, Christian. The relationship between sustainability performance and sustainability disclosure—Reconciling voluntary disclosure theory and legitimacy theory. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 35, n. 5, p. 455-476, 2016.

IASB. INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARD BOARD. **Conceptual Framework for Financial Reporting**. London: IFRS Foundation. 2018.

IASB. **Consultation Paper on Sustainability Reporting**. London: IFRS Foundation. 2020.IIRC. International Integrated Reporting Council.

IIRC. International Integrated Reporting Council. **International Integrated Framework**. International <IR> Framework January 2021. [Disponível em: International <IR> Framework | Integrated Reporting](#).

IOANNOU, Ioannis; LI, Shelley Xin; SERAFEIM, George. The effect of target difficulty on target completion: The case of reducing carbon emissions. **The Accounting Review**, v. 91, n. 5, p. 1467-1492, 2016.

JEGADEESH, Narasimhan; WU, Di. Word power: A new approach for content analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 110, n. 3, p. 712-729, 2013.

JENSEN, Robert E. Phantasmagoric Accounting: Research and Analysis of Economic, Social and Environmental Impact of Corporate Business. **American Accounting Association**, 1976.

JIZI, Mohammad; NEHME, Rabih; SALAMA, Aly. Do social responsibility disclosures show improvements on stock price?. **The Journal of Developing Areas**, p. 77-95, 2016.

JONES, Michael John. A longitudinal study of the readability of the chairman's narratives in the corporate reports of a UK company. **Accounting and Business Research**, v. 18, n. 72, p. 297-305, 1988.

JONES, Michael John. The nature use and impression management of graphs in social and environmental accounting. In: **Accounting Forum**. No longer published by Elsevier, p. 75-89, 2011.

JONES, Michael John; MELIS, A.; GAIA, S.; ARESU, S. Impression management and retrospective sense-making in corporate annual reports: Banks' graphical reporting during the global financial crisis. **International Journal of Business Communication**, p. 2329488417712010, 2017.

JUNIOR, Renzo Mori; BEST, Peter J.; COTTER, Julie. Sustainability reporting and assurance: a historical analysis on a world-wide phenomenon. **Journal of Business Ethics**, v. 120, n. 1, p. 1-11, 2014.

KALAY, Alon. Investor sophistication and disclosure clienteles. **Review of Accounting Studies**, v. 20, n. 2, p. 976-1011, 2015.

KEARNEY, Colm; LIU, Sha. Textual sentiment in finance: A survey of methods and models. **International Review of Financial Analysis**, v. 33, p. 171-185, 2014.

KIM, Oliver; VERRECCHIA, Robert E. Market liquidity and volume around earnings announcements. **Journal of Accounting and Economics**, v. 17, n. 1-2, p. 41-67, 1994.

KLASSEN, Robert D.; MCLAUGHLIN, Curtis P. The impact of environmental management on firm performance. **Management Science**, v. 42, n. 8, p. 1199-1214, 1996.

KONAR, Shameek; COHEN, Mark A. Information as regulation: The effect of community right to know laws on toxic emissions. **Journal of Environmental Economics and Management**, v. 32, n. 1, p. 109-124, 1997.

KRIPPENDORFF, Klaus; FLEISS, Joseph L. Reliability of binary attribute data. 1978.

- KRIPPENDORFF, Klaus. Reliability in content analysis: Some common misconceptions and recommendations. **Human Communication Research**, v. 30, n. 3, p. 411-433, 2004.
- KRIPPENDORFF, Klaus. **Content Analysis: an introduction to its methodology**. Sage publications, 2018.
- KRISCHE, Susan D. Investors' evaluations of strategic prior-period benchmark disclosures in earnings announcements. **The Accounting Review**, v. 80, n. 1, p. 243-268, 2005.
- KRÜGER, Philipp. Corporate goodness and shareholder wealth. **Journal of Financial economics**, v. 115, n. 2, p. 304-329, 2015.
- KYLE, Albert S. Continuous auctions and insider trading. **Econometrica: Journal of the Econometric Society**, p. 1315-1335, 1985.
- LANG, Mark H.; LUNDHOLM, Russell J. Voluntary disclosure and equity offerings: reducing information asymmetry or hyping the stock?. **Contemporary Accounting research**, v. 17, n. 4, p. 623-662, 2000.
- LANKOSKI, Leena. Differential economic impacts of corporate responsibility issues. **Business & Society**, v. 48, n. 2, p. 206-224, 2009.
- LEE, Charles MC; MUCKLOW, Belinda; READY, Mark J. Spreads, depths, and the impact of earnings information: An intraday analysis. **The Review of Financial Studies**, v. 6, n. 2, p. 345-374, 1993.
- LEE, Chen-Hsun; CHEN, R. C.; HUNG, S. W.; YANG, C. X. Corporate Social Responsibility and Firm Value: The Mediating Role of Investor Recognition. **Emerging Markets Finance and Trade**, v. 56, n. 5, p. 1043-1054, 2020.
- LEE, Dongyoung. Corporate social responsibility and management forecast accuracy. **Journal of Business Ethics**, v. 140, n. 2, p. 353-367, 2017.
- LEE, Fiona; PETERSON, Christopher; TIEDENS, Larissa Z. Mea culpa: Predicting stock prices from organizational attributions. **Personality and Social Psychology Bulletin**, v. 30, n. 12, p. 1636-1649, 2004.
- LEE, Seoki; SINGAL, Manisha; KANG, Kyung Ho. The corporate social responsibility–financial performance link in the US restaurant industry: do economic conditions matter?. **International Journal of Hospitality Management**, v. 32, p. 2-10, 2013.
- LEE, W. Eric; SWEENEY, John T. Use of discretionary environmental accounting narratives to influence stakeholders: The case of jurors' award assessments. **Journal of Business Ethics**, v. 129, n. 3, p. 673-688, 2015.
- LEUNG, Sidney; PARKER, Lee; COURTIS, John. Impression management through minimal narrative disclosure in annual reports. **The British Accounting Review**, v. 47, n. 3, p. 275-289, 2015.
- LEUZ, Christian; VERRECCHIA, Robert E. The economic consequences of increased disclosure. **Journal of Accounting Research**, p. 91-124, 2000.
- LINDERMAN, Alf. Computer content analysis and manual coding techniques: A comparative analysis. **Progress in Communication Sciences**, p. 97-110, 2001.
- LINSLEY, Philip; KAJUTER, Peter. Restoring reputation and repairing legitimacy: A case study of impression management in response to a major risk event at Allied Irish

- Banks plc. **International Journal of Financial Services Management**, v. 3, n. 1, p. 65-82, 2008.
- LO, Kin; RAMOS, Felipe; ROGO, Rafael. Earnings management and annual report readability. **Journal of Accounting and Economics**, v. 63, n. 1, p. 1-25, 2017.
- LOCK, Irina; SEELE, Peter. The credibility of CSR (corporate social responsibility) reports in Europe. Evidence from a quantitative content analysis in 11 countries. **Journal of Cleaner Production**, v. 122, p. 186-200, 2016.
- LOUGHRAN, Tim; MCDONALD, Bill. When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-Ks. **The Journal of Finance**, v. 66, n. 1, p. 35-65, 2011.
- LU, Chia-Wu; CHUEH, Ting-Shu. Corporate social responsibility and information asymmetry. **Journal of Applied Finance and Banking**, v. 5, n. 3, p. 105, 2015.
- LU, Yingjun; ABEYSEKERA, Indra. Stakeholders' power, corporate characteristics, and social and environmental disclosure: evidence from China. **Journal of Cleaner Production**, v. 64, p. 426-436, 2014.
- MACHADO, A. **A influência das heurísticas e vieses nos relatórios de recomendações dos analistas financeiros: um estudo sobre as narrativas dos analistas e a possível reação do mercado acionário**. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, Brasil. 2018.
- MACHADO, Márcio André Veras; M. Á., MACHADO, M. R.; SIQUEIRA, J. R. M.. Análise da relação entre investimentos socioambientais e a inclusão de empresas no Índice de Sustentabilidade Empresarial-(ISE) da BM&FBovespa. **Revista de Ciências da Administração**, v. 14, n. 32, p. 141-156, 2012.
- MACHADO, Márcio André Veras; MACHADO, Márcia Reis. Responsabilidade social impacta o desempenho financeiro das empresas?. **ASAA-Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 4, n. 1, p. 2-23, 2013.
- MACHADO, Márcio André Veras; SILVA, M. D. D. O. P. D. Análise do sentimento textual dos relatórios de desempenho trimestral das indústrias Brasileiras. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, v. 12, n. 1, 2017.
- MACHADO, Márcia Reis; MACHADO, Márcio André Veras; MURCIA, Fernando Dal Ri. Em busca da Legitimidade Social: Relação entre o impacto ambiental da atividade econômica das empresas brasileiras e os investimentos no meio ambiente. **Revista Universo Contábil**, v. 7, n. 1, p. 20-35, 2011.
- MACHADO, Márcia Reis; MACHADO, Márcio André Veras; DOS SANTOS, Ariovaldo. A relação entre setor econômico e investimentos sociais e ambientais. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 13, n. 3, 2010.
- MACLEAN, Richard; REBERNAK, Kathee. Closing the credibility gap: The challenges of corporate responsibility reporting. **Environmental Quality Management**, v. 16, n. 4, p. 1-6, 2007.
- MADALENA, Joana Duarte; ROVER, Suliane.; FERREIRA, D. M.; FERREIRA, L. F.. Estudo dos relatórios de sustentabilidade GRI de empresas brasileiras. **Electronic Journal of Management, Education and Environmental Technology (REGET)**, 20(1), 566-579, 2016.

- MAHESWARAN, Durairaj; MACKIE, Diane M.; CHAIKEN, Shelly. Brand name as a heuristic cue: The effects of task importance and expectancy confirmation on consumer judgments. **Journal of Consumer Psychology**, v. 1, n. 4, p. 317-336, 1992.
- MAHONEY, Lois S. et al. A research note on standalone corporate social responsibility reports: Signaling or greenwashing?. **Critical Perspectives on Accounting**, v. 24, n. 4-5, p. 350-359, 2013.
- MAKNI, Rim; FRANCOEUR, Claude; BELLAVANCE, François. Causality between corporate social performance and financial performance: Evidence from Canadian firms. **Journal of Business Ethics**, v. 89, n. 3, p. 409, 2009.
- MALHOTRA, Naresh K. **Pesquisa de Marketing-: Uma Orientação Aplicada**. Bookman Editora, 2001.
- MARTÍNEZ-FERRERO, Jennifer; BANERJEE, Shantanu; GARCÍA-SÁNCHEZ, Isabel María. Corporate social responsibility as a strategic shield against costs of earnings management practices. **Journal of Business Ethics**, v. 133, n. 2, p. 305-324, 2016.
- MARTÍNEZ-FERRERO, Jennifer; RUIZ-CANO, David; GARCÍA-SÁNCHEZ, Isabel-María. The causal link between sustainable disclosure and information asymmetry: The moderating role of the stakeholder protection context. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 23, n. 5, p. 319-332, 2016.
- MARTÍNEZ-FERRERO, Jennifer; GARCÍA-SÁNCHEZ, Isabel Maria. Corporate reputation as a consequence of financial reporting quality. **International Management & Economics Frontiers**, v. 1, n. 1, p. 45, 2016.
- MAZUCHELI, J.; ACHCAR, J. A. Algumas considerações em regressão não linear. **Acta Scientiarum**, Maringá, v.24, n.6, p.1761-1770, 2002
- MERKL-DAVIES, Doris. **The Obfuscation Hypothesis Re-examined: Analyzing impression management in corporate narrative report documents**. Tese de Doutorado, Bangor University, Bangor City, United Kingdom, 2007.
- MERKL-DAVIES, Doris M.; BRENNAN, Niamh M. Discretionary disclosure strategies in corporate narratives: incremental information or impression management?. **Journal of Accounting Literature**, v. 27, p. 116-196, 2007.
- MERKL-DAVIES, Doris M.; BRENNAN, Niamh M. A conceptual framework of impression management: new insights from psychology, sociology and critical perspectives. **Accounting and Business Research**, v. 41, n. 5, p. 415-437, 2011.
- MERKL-DAVIES, Doris M.; BRENNAN, Niamh M.; MCLEAY, Stuart J. Impression management and retrospective sense-making in corporate narratives. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, 2011.
- MERTON, Robert C. A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. **The Journal of Finance**. v. 42, n.3, p.482-510, 1987.
- MEYER, John W.; ROWAN, Brian. Institutionalized organizations: Formal structure as myth and ceremony. **American Journal of Sociology**, v. 83, n. 2, p. 340-363, 1977.
- MICHELON, Giovanna. Sustainability disclosure and reputation: A comparative study. **Corporate Reputation Review**, v. 14, n. 2, p. 79-96, 2011.
- MICHELON, Giovanna; PILONATO, Silvia; RICCERI, Federica. CSR reporting practices and the quality of disclosure: An empirical analysis. **Critical Perspectives on Accounting**, v. 33, p. 59-78, 2015.

- MILNE, Markus J.; ADLER, Ralph W. Exploring the reliability of social and environmental disclosures content analysis. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, Vol. 12 No. 2, pp. 237-56, 1999.
- MISHRA, Saurabh; MODI, Sachin B. Positive and negative corporate social responsibility, financial leverage, and idiosyncratic risk. **Journal of Business Ethics**, v. 117, n. 2, p. 431-448, 2013.
- MORRIS, Rebecca. Computerized content analysis in management research: A demonstration of advantages & limitations. **Journal of Management**, v. 20, n. 4, p. 903-931, 1994.
- MOUCK, Tom. Financial reporting, democracy and environmentalism: a critique of the commodification of information. **Critical Perspectives on Accounting**, v. 6, n. 6, p. 535-553, 1995.
- NAZARI, Jamal A.; HRAZDIL, Karel; MAHMOUDIAN, Fereshteh. Assessing social and environmental performance through narrative complexity in CSR reports. **Journal of Contemporary Accounting & Economics**, v. 13, n. 2, p. 166-178, 2017.
- NEU, Dean; WARSAME, Hussein; PEDWELL, Kathryn. Managing public impressions: environmental disclosures in annual reports. **Accounting, Organizations and Society**, v. 23, n. 3, p. 265-282, 1998.
- NISBETT, Richard E.; PENG, K.; CHOI, I.; NORENZAYAN, A. Culture and systems of thought: holistic versus analytic cognition. **Psychological Review**, v. 108, n. 2, p. 291, 2001.
- O'HARA, Maureen. **Market Microstructure Theory**. Wiley, 1997.
- O'HARA, Maureen. High frequency market microstructure. **Journal of Financial Economics**, v. 116, n. 2, p. 257-270, 2015.
- OLIVEIRA, Monique Cristiane; PORTELLA, A. R.; ROVER, S.; FERREIRA, D. D. M.; BORBA, J. A. Is sustainability in business strategy factual or figurative?. **Race: Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, v. 16, n. 2, p. 427-454, 2017.
- OLIVEIRA, Rafael Xavier; GONCALVES, R. S.; MEDEIROS, O. R.; FERNANDES, B. V. R. Cobertura de analistas de mercado e social disclosure: evidências em empresas brasileiras abertas. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 11, n. 1, p. 024-046, 2018.
- ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS (ONU). Departamento de Assuntos Econômicos e Sociais. Desenvolvimento Sustentável. <https://sdgs.un.org/goals>. Acesso em 15 julho de 2020.
- OSMA, Beatriz García; GUILLAMÓN-SAORÍN, Encarna. Corporate governance and impression management in annual results press releases. **Accounting, Organizations and Society**, v. 36, n. 4-5, p. 187-208, 2011.
- PALAZZO, Guido; SCHERER, Andreas Georg. Corporate legitimacy as deliberation: A communicative framework. **Journal of Business Ethics**, v. 66, n. 1, p. 71-88, 2006.
- PATELLI, Lorenzo; PEDRINI, Matteo. Is the optimism in CEO's letters to shareholders sincere? Impression management versus communicative action during the economic crisis. **Journal of Business Ethics**, v. 124, n. 1, p. 19-34, 2014.

- PATTEN, Dennis M. The market reaction to social responsibility disclosures: The case of the Sullivan principles signings. **Accounting, Organizations and Society**, v. 15, n. 6, p. 575-587, 1990.
- PENG, Chih-Wei; YANG, Mei-Ling. The effect of corporate social performance on financial performance: The moderating effect of ownership concentration. **Journal of Business Ethics**, v. 123, n. 1, p. 171-182, 2014.
- PERLIN, Marcelo. Os efeitos da introdução de agentes de liquidez no mercado acionário brasileiro. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 11, n. 2, p. 281-304, 2013.
- PHILLIPS, Robert; FREEMAN, R. Edward; WICKS, Andrew C. What stakeholder theory is not. **Business Ethics Quarterly**, v. 13, n. 4, p. 479-502, 2003.
- PLUMLEE, Marlene; BROWN, D.; HAYES, R.; M.; MARSHALL, R. S. Voluntary environmental disclosure quality and firm value: Further evidence. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 34, n. 4, p. 336-361, 2015.
- PRAKASH, Aseem. Green marketing, public policy and managerial strategies. **Business Strategy and the Environment**, v. 11, n. 5, p. 285-297, 2002.
- QIU, Yan; SHAUKAT, Amama; THARYAN, Rajesh. Environmental and social disclosures: Link with corporate financial performance. **The British Accounting Review**, v. 48, n. 1, p. 102-116, 2016.
- RAMOS, Henrique Pinto; PERLIN, Marcelo Scherer. Does algorithmic trading harm liquidity? Evidence from Brazil. **The North American Journal of Economics and Finance**, v. 54, p. 101243, 2020.
- REYNOLDS, MaryAnn; YUTHAS, Kristi. Moral discourse and corporate social responsibility reporting. **Journal of Business Ethics**, v. 78, n. 1-2, p. 47-64, 2008.
- RICHARDSON, Roberto Jarry. Pesquisa social: métodos e técnicas. 14. Reimpr. São Paulo: Atlas, 2012.
- ROVER, Suliani; BORBA, José Alonso; MURCIA, Fernando Dal Ri. Características do disclosure ambiental de empresas brasileiras potencialmente poluidoras: análise das demonstrações financeiras e dos relatórios de sustentabilidade do período de 2005 a 2007. **Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v.7, n.1, p.23-36, 2009.
- ROVER, Suliani; TOMAZZIA, E. C.; MURCIA, F. D. R.; BORBA, J. A.. Explicações para a divulgação voluntária ambiental no Brasil utilizando a análise de regressão em painel. **Revista de Administração**, v. 47, n. 2, p. 217-230, 2012.
- ROVER, Suliani; MURCIA, Fernando Dal-Ri; SOUZA MURCIA, Flávia Cruz. The determinants of social and environmental disclosure practices: The Brazilian case. **Environmental Quality Management**, v. 25, n. 1, p. 5-24, 2015.
- RUFINO, Maria Audenôra; MACHADO, Márcia Reis. Relação de dependência entre a divulgação voluntária social e ambiental e as características das empresas de capital aberto no Brasil. **Revista Ambiente Contábil**, v. 9, n. 1, p. 344-363, 2017.
- RUTHERFORD, Brian A. Obfuscation, textual complexity and the role of regulated narrative accounting disclosure in corporate governance. **Journal of management and governance**, v. 7, n. 2, p. 187-210, 2003.
- SALES, Bruna; ROVER, Suliani; DA SILVA FERREIRA, Janaína. Coerência na evidenciação das práticas ambientais das empresas listadas no índice de sustentabilidade empresarial (ISE). **Revista Ambiente Contábil**, v. 10, n. 2, p. 1-22, 2018.

- SAMPAIO, Márcio Santos; SILVA GOMES, S. M.; BRUNI, A. L.; DIAS FILHO, J. M.. Evidenciação de informações socioambientais e isomorfismo: um estudo com mineradoras brasileiras. **Revista Universo Contábil**, v. 8, n. 1, p. 105-122, 2012.
- SAMSON, Alain. **The behavioral economics guide 2014** (with a foreword by George Loewenstein and Rory Sutherland). 2014. Disponível em: < <http://www.behavioraleconomics.com> >. Acesso em: 18 jul. 2020.
- SCHRAND, Catherine M.; WALTHER, Beverly R. Strategic benchmarks in earnings announcements: the selective disclosure of prior-period earnings components. **The Accounting Review**, v. 75, n. 2, p. 151-177, 2000.
- SCHERER, Andreas Georg; PALAZZO, Guido. The new political role of business in a globalized world: A review of a new perspective on CSR and its implications for the firm, governance, and democracy. **Journal of Management Studies**, v. 48, n. 4, p. 899-931, 2011.
- SEELE, Peter; GATTI, Lucia. Greenwashing revisited: In search of a typology and accusation-based definition incorporating legitimacy strategies. **Business Strategy and the Environment**, v. 26, n. 2, p. 239-252, 2017.
- SHORT, Jeremy C.; PALMER, Timothy B. Organizational performance referents: An empirical examination of their content and influences. **Organizational Behavior and Human Decision Processes**, v. 90, n. 2, p. 209-224, 2003.
- SILVA, Maria Daniella de Oliveira Pereira da. **O efeito do sentimento das notícias sobre o comportamento dos preços no mercado acionário brasileiro**. 2018. Tese de Doutorado, Universidade de Brasília, Brasília, Brasil. 2018.
- SKINNER, Douglas J. Why firms voluntarily disclose bad news. **Journal of accounting research**, v. 32, n. 1, p. 38-60, 1994.
- SLAPER, Timothy F.; HALL, Tanya J. The triple bottom line: What is it and how does it work. **Indiana Business Review**, v. 86, n. 1, p. 4-8, 2011.
- SOLOMON, Jill; SOLOMON, A.; JOSEPH, N. L.; NORTON, S. D. Impression management, myth creation and fabrication in private social and environmental reporting: Insights from Erving Goffman. **Accounting, Organizations and Society**, v. 38, n. 3, p. 195-213, 2013.
- SONG, Garrison Hongyu; CHEN, Chung. Revisiting the Bid-Ask Spread via Competitive Search. **Banking & Finance Review**, v. 8, n. 1, 2016.
- STAW, Barry M.; MCKECHNIE, Pamela I.; PUFFER, Sheila M. The justification of organizational performance. **Administrative Science Quarterly**, p. 582-600, 1983.
- TANG, Zhi; HULL, Clyde Eiríkur; ROTHENBERG, Sandra. How corporate social responsibility engagement strategy moderates the CSR–financial performance relationship. **Journal of Management Studies**, v. 49, n. 7, p. 1274-1303, 2012.
- TETLOCK, Paul C.; SAAR-TSECHANSKY, Maytal; MACSKASSY, Sofus. More than words: Quantifying language to measure firms' fundamentals. **The Journal of Finance**, v. 63, n. 3, p. 1437-1467, 2008.
- TOMER, John. Beyond the rationality of economic man, toward the true rationality of human man. **The Journal of Socio-Economics**, v. 37, n. 5, p. 1703-1712, 2008.
- VERRECCHIA, Robert E. The use of mathematical models in financial accounting. **Journal of Accounting Research**, p. 1-42, 1982.

VERRECCHIA, Robert E. Discretionary disclosure. **Journal of accounting and economics**, v. 5, p. 179-194, 1983.

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

VICTOR, Fernanda Gomes; PERLIN, Marcelo Scherer; MASTELLA, Mauro. Comunalidades na liquidez: evidências e comportamento intradiário para o mercado brasileiro. **Revista brasileira de finanças. Rio de Janeiro, RJ. Vol. 11, n. 3 (set. 2013), p. 375-398**, 2013.

VILLIERS, Charl; ALEXANDER, Deborah. The institutionalisation of corporate social responsibility reporting. **The British Accounting Review**, v. 46, n. 2, p. 198-212, 2014.

WANG, Heli; CHOI, Jaepil. A new look at the corporate social–financial performance relationship: The moderating roles of temporal and interdomain consistency in corporate social performance. **Journal of Management**, v. 39, n. 2, p. 416-441, 2013.

WELKER, Michael. Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets. **Contemporary Accounting Research**, v. 11, n. 2, p. 801-827, 1995.

WEBER, Robert Philip. **Basic Content Analysis**. quantitative applications in the social sciences. Beverly Hills, CA: Sage Publications, 1985.

XU, Shan; LIU, Duchi. Do financial markets care about corporate social responsibility disclosure? Further evidence from China. **Australian Accounting Review**, v. 28, n. 1, p. 79-103, 2018.

APÊNDICE A – QUESTIONÁRIO DE APOIO À VALIDAÇÃO

Este questionário faz parte da pesquisa realizada no âmbito do Curso de Doutorado em Ciências Contábeis. Foi por meio deste instrumento que o autor do presente estudo validou método de mensuração do nível de gerenciamento da impressão em relatórios de sustentabilidade emitidos pelas 58 empresas de capital aberto com ações negociadas na B3, selecionadas para a análise.

As informações disponibilizadas pelos respondentes ficarão arquivadas pelos responsáveis por esta investigação e o seu conteúdo será utilizado exclusivamente para efeitos científicos.

Título da pesquisa:	O gerenciamento da impressão em relatórios de sustentabilidade influencia o nível de assimetria informacional? Estudo em empresas de capital aberto no Brasil
Questão de pesquisa:	Como o gerenciamento da impressão aplicado ao disclosure em responsabilidade social corporativa influencia o nível de assimetria informacional?
Responsáveis pela pesquisa:	Prof. Dr. Rodrigo de Souza Gonçalves Alexandre Fernandes Monteiro (doutorando em Ciências Contábeis)
IDENTIFICAÇÃO DO RESPONDENTE	
Nome do respondente:	
Gênero:	
Idade:	
Atuação profissional:	
Tempo de atuação profissional:	
Registro profissional:	
E-mail:	
INSTRUÇÕES INICIAIS	
Leia atentamente o texto buscando compreender o método proposto e avalie-o em seguida conforme o questionário baseado na escala Likert.	

O objetivo, com a realização deste estudo, é desenvolver um modelo para medir o nível de gerenciamento de impressão (doravante denominado GI) empregado no disclosure de informações acerca de ações ambientais e programas sociais mantidos por companhias com ações negociadas na B3. O GI é uma técnica empregada por gestores de empresas em relatórios disponibilizados ao seu público de interesse (investidores, credores, clientes etc) como forma de maximizar resultados de ações positivas e minimizar os efeitos negativos de seus resultados.

O modelo aqui proposto baseia-se em estudos anteriores e respeita três premissas fundamentais: 1ª) gestores não publicarão nenhuma informação prejudicial à imagem da empresa, a menos que determinado conteúdo de teor relevante (omissão) tenha elevada probabilidade de ser obtido por outras fontes; 2ª) no caso de ser necessário publicar a informação negativa em função da probabilidade de ser descoberta por outras fontes, será feito um esforço para minimizar o seu impacto negativo no público destinatário da

mensagem; 3ª) informações positivas somente serão publicadas se o custo para produzi-las for menor do que o benefício advindo de sua publicação.

Nesse sentido, optou-se por focar o emprego do GI na divulgação de ações ambientais e de programas sociais que, por suas características, são atividades que fogem ao escopo da rotina operacional das empresas privadas. Por suas particularidades, estes investimentos exigem que o gestor do recurso empresarial preste contas aos acionistas acerca da alocação dos recursos destinados a este fim, sobre os mais diversos aspectos, tais como: critério de alocação; avaliação de resultados; valores alocados; entre outros (GONÇALVES; MEDEIROS; WEFORT; NIYAMA, 2014). Como exemplo de programa social, temos ações financiadas direta ou indiretamente, por instituições sem fins lucrativos, que visam ao fortalecimento das pessoas e de organizações envolvidas no setor ou, ainda, da comunidade do entorno, com vistas à melhoria da qualidade da educação, saúde etc.

Qual é o foco (objeto) da presente pesquisa? É cada um dos relatórios de sustentabilidade (doravante D-CSR) emitidos pelas 58 empresas da amostra deste estudo. Em cada D-CSR, a unidade de análise é o enunciado. É nesta parte do documento que busca-se identificar e computar (codificar) o nível de GI. Considera-se, do ponto de vista da narrativa contábil, que enunciado é a frase ou sequência de frases que denota um significado.

O modelo de codificação do nível de GI contempla quatro técnicas: (i) da atribuição, (ii) comparativa, (iii) enfática e (iv) temático-enfática. Não são objetos de análise deste estudo o sumário GRI e o relatório de asseguarção, dispostos após o final do relatório de sustentabilidade propriamente dito.

A seguir, são descritas cada uma dessas técnicas e o respectivo processo de codificação:

1) Técnica de GI da atribuição – Credita os aspectos positivos de gestão ao ambiente interno da empresa e os negativos são atribuídos a situações externas e fora do controle da companhia (exemplos: crise econômica ou variação cambial). Ao adotar este método, pode-se, ou não, utilizar montantes/números (será considerada quantitativa, quando utiliza montantes ou qualitativa, quando não utiliza números no enunciado).

1.a) Exemplo Positivo Qualitativo (interno): o aumento do investimento em educação ambiental em prol dos moradores do entorno da fábrica deve-se ao compromisso da empresa em apoiar ações de preservação do meio ambiente e de melhoria da qualidade de vida da população que vive nas proximidades do seu pátio fabril.

No exemplo citado nesse estudo, a empresa comprava matéria-prima dos habitantes locais que, para obterem os produtos que vendiam à companhia, depredavam o meio ambiente e trocavam por dinheiro o que era extraído ilegalmente. O Ministério Público (agente externo), ao tomar ciência desta prática, autuou a fábrica e exigiu, como modo de reparar o dano, que a mesma mantivesse programa de educação ambiental para conscientizar os fornecedores locais a respeito da proibição de tal conduta. Para promover esta ação, a empresa recebeu do governo metade dos recursos financeiros necessários à implementação do programa social. Assim, mesmo sendo externa a verdadeira causa para o aumento do investimento externo, a empresa assume a autoria da iniciativa.

1.b) Exemplo Negativo Quantitativo (externo): a descontinuação de investimentos no montante de R\$ 100 mil anuais em educação ambiental dos moradores do entorno da fábrica deve-se ao desinteresse da população em participar do programa oferecido pela empresa.

Nesse exemplo, derivado do anterior, a empresa credita à população local (ambiente externo) o motivo para reduzir investimentos em programas sociais. No entanto, tal atitude não soluciona o problema e indica o descompromisso da empresa com

a preservação do meio ambiente. A empresa poderia usar os recursos em campanha publicitária para sensibilizar a população acerca do problema ambiental, com o objetivo de convencer os moradores do seu entorno a participarem do programa social.

Percebe-se, com base no que foi exposto no exemplo 1.a), a necessidade de obter informações da empresa que não necessariamente estariam no relatório analisado ou em relatórios anteriores. No método atributivo, a falta de evidências impede a codificação do enunciado como GI. No caso do exemplo 1.b), não é necessário conferir dados fora do corpo do relatório analisado para fazer-se a inferência acerca do uso da técnica de GI da atribuição. O próprio leitor pode inferir, com base apenas no enunciado, que houve emprego da técnica de GI da atribuição para mitigar o impacto negativo da informação.

2) Técnica de GI da comparação ou *benchmarking* – necessariamente, utiliza-se de números (montantes) da própria empresa, no passado, que retratam o desempenho atual na melhor posição possível, dando ao leitor uma perspectiva positiva ou minimizando uma perspectiva negativa, desfocando do contexto geral. Trata-se, portanto, de uma técnica quantitativa. Em muitos casos, as informações referentes a exercícios passados encontram-se em bases de dados diferentes dos atuais, tornando o emprego da técnica da comparação favorável à empresa.

2.a) Exemplo positivo: constatou-se que o gasto da empresa com programas sociais **creceu 10% em relação ao ano anterior.**

Nesse exemplo, a empresa apresenta um dado frio (crescimento de 10%) desconsiderando que o ano atual, diferentemente do anterior, insere no cálculo dos programas sociais o montante investido em treinamento de trabalhadores da empresa para manuseio de novas máquinas. Portanto, o crescimento foi menor do que o informado, pois treinamento de funcionário não é programa social.

2.b) Exemplo negativo: o gasto da empresa com programas sociais **reduziu 1% em relação ao ano anterior.**

Nesse exemplo, a empresa apresenta um dado frio (redução de 1%) desconsiderando que o ano atual, diferentemente do anterior, insere no cálculo dos programas sociais o montante investido em treinamento de trabalhadores da empresa para manuseio de novas máquinas. Portanto a redução foi maior do que o informado.

Nota-se, de acordo com o que está descrito nos exemplos 2.a) e 2.b), que foi necessário conferir dados fora do corpo do relatório analisado para fazer-se a inferência acerca do uso da técnica comparativa de GI. Os dados de comparação são verificados em relatórios de sustentabilidade de períodos anteriores ou em outro documento referenciado na própria comparação. Quando, na etapa de verificação, tais dados não são encontrados ou não estão acompanhados de detalhes explicativos, caberá ao analista do conteúdo julgar se o enunciado deve ou não ser computado como GI. Tal julgamento deve basear-se em razoável certeza constituída pelo conhecimento do analista acerca do contexto em que se insere a empresa. Detalhes explicativos são aqueles dados capazes de assegurar que a comparação está sendo feita em bases de consulta semelhantes. Uma declaração feita no corpo do relatório (D-CSR) acerca das bases de comparação ou um detalhamento sintético da forma como foi feita a comparação é suficiente para que tal enunciado quantitativo seja desconsiderado no cômputo do nível de GI.

Além da comparação em que os dados são manipulados de forma a colocar a empresa em posição favorável conforme nos exemplos 2.a) e 2.b), essa técnica pode ser empregada com o intuito exclusivo de dar destaque a uma informação fidedigna (não manipulada). Seria o caso do exemplo 2.a) extraído do contexto de manipulação ali apresentado. Nesse caso, considerada a premissa de que gestores não publicarão nenhuma informação prejudicial à imagem da empresa, a técnica de comparação com objetivo de enfatizar é empregada apenas com dados favoráveis à empresa. Em outras palavras, o

positiva e negativa, no contexto financeiro, conforme as constantes do dicionário de Silva (2018). Tais palavras-chave são constituídas por um radical, acrescido de uma vogal temática, chamado de tema. O método de GI com emprego de tais palavras-chave, combinadas à ênfase (temático-ênfático), é tratado, separadamente, nesse modelo, conforme descrito a seguir.

4) Técnica de GI temático-ênfática – o disclosure utiliza palavras-chave acompanhadas, necessariamente, de vocábulos (adjunto adnominal e adverbial) que maximizam (minimizam) o seu sentido. Palavra-chave é o vocábulo que indica naturalmente um viés positivo ou negativo em finanças (crescimento, redução etc). Nesse estudo, para ser considerado palavra-chave, o termo deve constar do dicionário produzido por Silva (2018).

Portanto, este método funciona exclusivamente quando combina a temática positiva/negativa da palavra-chave ao método ênfático. Assim, nessa análise, palavras-chave com temática (sentido textual) positiva/negativa sem ênfase não são codificadas como GI. Ainda, se o enunciado referir-se a um montante, será classificado como quantitativo; se não, qualitativo.

4.a) Exemplo positivo qualitativo: a empresa aumentou **expressivamente** o seu investimento em programas sociais voltados à população do entorno de sua planta fabril.

Nesse exemplo, o vocábulo ‘aumentou’ é uma palavra-chave com tom positivo, conforme dicionário de Silva (2018), que foi acompanhada pelo adjunto adverbial ‘**expressivamente**’. A palavra-chave desacompanhada de qualificação não seria codificada como GI.

4.b) Exemplo negativo quantitativo: a empresa descontinuou **brandamente** (R\$100 mil/ano) seu investimento em programas sociais voltados à população do entorno de sua planta fabril na cidade de Canoas.

Nesse exemplo, o vocábulo ‘descontinuou’ é uma palavra-chave (verbo) com tom negativo, constante do dicionário de Silva (2018), que foi acompanhada pela qualificação ‘**brandamente**’ (adjunto adverbial). Por referir-se a um montante (cem mil reais), é codificada como quantitativa.

Todos os métodos de GI aqui apresentados serão codificados por meio dos escores a seguir especificados:

Escores empregados no método de GI da atribuição

Variações do Método	Pontuação
Atribuição (enunciado qualitativo ou quantitativo)	1.0
Atribuição enfatizada por posicionamento: mais enfatizada/ não tão enfatizada/ não enfatizada	1.0 / 0.5 / 0.0
Atribuição enfatizada por <u>repetição</u> (enunciado qualitativo ou quantitativo)	1.0
Pontuação agregada máxima possível por enunciado medido (Enunciado atributivo com posicionamento mais enfatizado + repetição)	3.0
Pontuação agregada mínima por enunciado medido (Enunciado atributivo)	1.0

O emprego de um enunciado atributivo é codificado com 1.0, o que representa a pontuação mínima para o emprego desse método quando não combinado a ênfase ou a repetição. Ao empregar-se o método atributivo (1.0) e posicionar tal enunciado, dando-lhe destaque intermediário (0.5), obtém-se 1.5 de codificação (1.0 + 0.5). Caso esse último enunciado ainda se repita ao longo do relatório, não interessando o número de repetições, é acrescido 1.0 ao montante de 1.5, chegando-se a um escore de 2.5. Por fim, alterando o posicionamento desse exemplo, de uma posição intermediária (0.5) para

uma de destaque mais enfatizado (1.0), obtém-se a codificação mais elevada para o enunciado em que aplicou-se o método da atribuição (3.0) (1.0 da atribuição + 1.0 do posicionamento mais destacado + 1.0 da repetição).

É apresentada, a seguir, a codificação para a técnica de GI da comparação (*benchmarking*):

Escore empregado no método de GI comparativo

Variações do Método	Pontuação
Comparação do desempenho (enunciado quantitativo)	1.0
Enfatização por posicionamento (enunciado quantitativo): mais enfatizada/ não tão enfatizada/ não enfatizada	1.0 / 0.5 / 0.0
Enfatização por repetição (enunciado quantitativo)	1.0
Pontuação agregada máxima possível por enunciado medido (Enunciado comparativo com posicionamento mais destacado + repetição)	3.0
Pontuação agregada mínima por enunciado medido (Enunciado comparativo)	1.0

Na técnica de GI comparativa, pode ser aplicada a mesma lógica de combinação com a enfatização empregada na técnica da atribuição. Portanto, a pontuação no método comparativo (1.0), combinada ao método enfático, leva a uma codificação 2.0 (mais destacada no posicionamento) ou 1.5 (intermediária no posicionamento). Ainda, a pontuação no método comparativo (1.0), combinada ao método da repetição, leva a uma codificação 2.0. Por sua vez, a combinação de um enunciado com uso da técnica da comparação aliada à da repetição e a um posicionamento visual mais destacado leva a uma pontuação de 3.0 (1.0 da comparação + 1.0 da repetição + 1.0 de um posicionamento mais destacado).

É possível enfatizar um enunciado que não apresenta qualquer viés (atribuição, comparação ou reforço) por meio da repetição ou do posicionamento. O quadro a seguir apresenta a pontuação que exemplifica esse caso.

Escore empregado no método de GI enfático

Variações do Método	Pontuação
Enfatização por repetição (enunciado positivo livre de viés aparente - quantitativo ou qualitativo)	1.0
Enfatização por posicionamento (enunciado quantitativo): mais enfatizada/ não tão enfatizada/ não enfatizada	1.0 / 0.5 / 0.0
Pontuação agregada máxima possível por enunciado medido (Enunciado Positivo Livre de Viés Aparente com posicionamento mais enfatizado + repetição)	2.0
Pontuação agregada mínima por enunciado medido (Enunciado Positivo Livre de Viés Aparente não tão enfatizado)	0.5

A partir do que foi descrito acima, verifica-se que é possível o emprego isolado do método enfático a enunciados positivos que aparentemente não apresentam viés. São enunciados cuja representação não faz uso de atribuições, comparações ou de qualificações a palavras-chave.

No emprego isolado desse método, não há codificação para enunciados negativos, pois esse estudo segue a premissa de que gestores não darão destaque a informações com potencial de reduzir a reputação corporativa sem a utilização do GI. Ou seja, caso sejam divulgadas informações negativas, essas serão codificadas quando o gestor tentar minimizar o seu impacto combinando-as aos outros métodos aqui apresentados. Nesse caso, o gestor opta por divulgar a informação negativa para evitar que a omissão traga efeitos danosos à reputação da empresa.

Aqui, a informação positiva é codificada a partir de 0.5 quando esta for posicionada em local de destaque intermediário no relatório, passando por 1.0 quando o posicionamento é de destaque máximo ou quando é repetido. O emprego combinado do posicionamento em local de maior destaque no texto (1.0) com a repetição (1.0) do enunciado positivo leva ao maior escore possível do método enfático isolado (sem viés) (2.0).

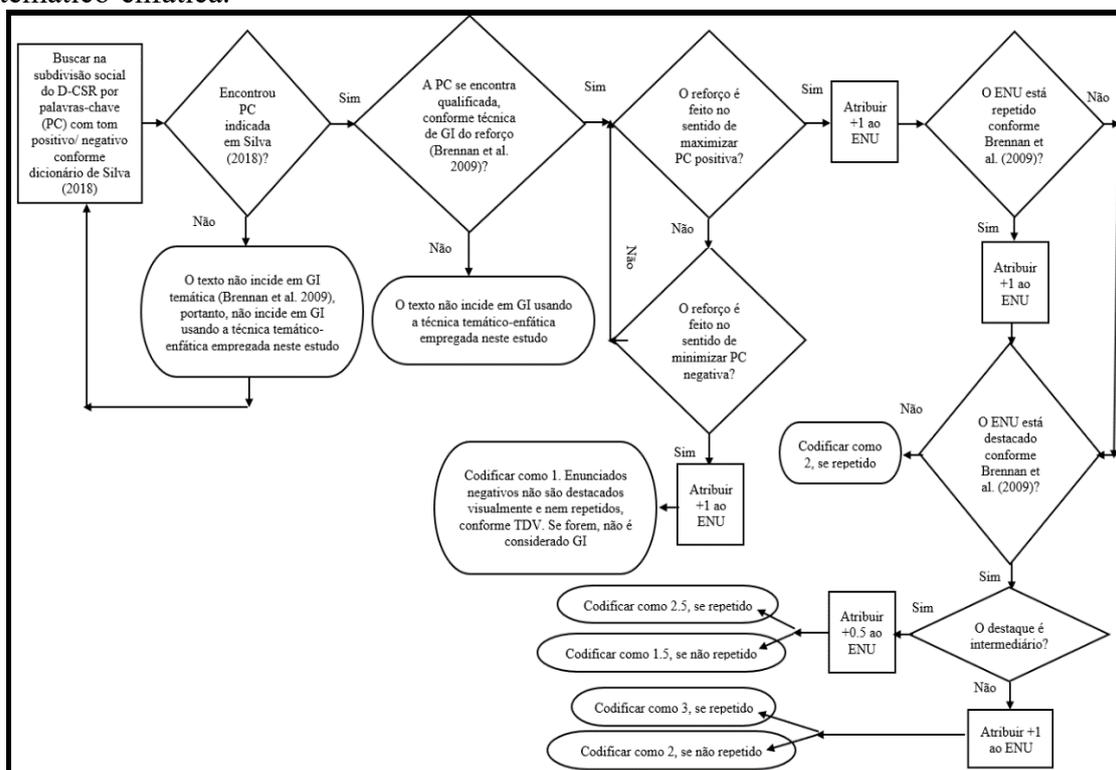
Por fim, é apresentada a codificação para a técnica de GI temático-enfática.

Escore empregado no método de GI temático-enfático

Variações do Método	Pontuação
Temático (palavra-chave positiva ou negativa sem qualificação)	0.0
Temático-enfático (palavra-chave positiva ou negativa qualificada)	1.0
Temático-enfático por repetição	1.0
Temático-enfático por posicionamento: mais enfatizada/ não tão enfatizada/ não enfatizada	1.0/ 0.5 / 0.0
Pontuação agregada máxima possível por enunciado (Temático-enfático por qualificação com posicionamento mais enfatizado + repetição)	3.0
Pontuação agregada mínima por enunciado medido (Temático-enfático- palavra-chave positiva ou negativa qualificada)	1.0

Vocábulos com conotação positiva ou negativa inscrita em seu radical (ex.: crescer, reduzir etc) empregados isoladamente não são codificados como GI. No entanto, quando acompanhados por outras palavras que os qualificam (ênfase por reforço) passam a ser contabilizados com 1.0. A partir daí, é possível combinar o emprego do método temático-enfático ao posicionamento ou à repetição, seguindo a mesma lógica exposta nos modelos atributivo e comparativo.

O fluxograma a seguir apresenta o processo de codificação utilizado na técnica temático-enfática.



É importante notar que, num mesmo enunciado, é possível coexistir mais de um método de GI que serão codificados separadamente. No enunciado ‘A pequena redução no investimento em programas sociais **deve-se à crise econômica**’, temos uma única premissa combinando os métodos temático-enfático (‘pequena redução’) e atributivo (‘externalizou a responsabilidade pela redução nos programas sociais’). Nesse caso, codifica-se 1.0 no cômputo do método temático-enfático e 2.0 no cálculo do método atributivo destacado com o negrito (1.0 + 1.0).

No enunciado ‘Houve um considerável aumento de 10% em relação ao ano anterior no investimento em programas sociais **devido ao compromisso da gestão com a qualidade de vida da sociedade**’, há o emprego combinado das técnicas de GI atributiva (‘devido ao compromisso da gestão com a qualidade de vida da sociedade’), temático-enfática (‘considerável aumento’), e comparativa (‘aumento de 10% em relação ao ano anterior no investimento em programas sociais’). Nesse caso, codifica-se 2.0 na mensuração do método atributivo destacado com o negrito, 1.0 na aferição do método temático-enfático, e 1.0 pela comparação com o ano anterior.

Considerada a representação fidedigna da informação como uma característica qualitativa fundamental da informação contábil, cuja neutralidade é buscada, o GI contraria o preconizado na base conceitual da contabilidade e na teoria contábil ao tentar manipular a percepção do stakeholder a respeito da empresa. Assim, dentro dos limites da norma, gestores decidem o volume e a qualidade dos dados que podem ser evidenciados, por tratar-se de disclosure voluntário, criando um gap informacional em relação aos stakeholders.

A assimetria informacional (AI) provocada por gestores pode ser considerada uma forma de mitigar conflitos de interesse, o que poderia explicar, por exemplo, o uso do GI no disclosure acerca das ações em responsabilidade social corporativa (D-CSR).

Por sua vez, o investidor poderá reagir negativamente à AI, gerada pelo emprego de GI, em contraposição aos custos informacionais (seleção adversa), pois estes interferem (oneram) na relação de compra e venda de ações. Por outro lado, a diminuição da AI pela redução no emprego de GI, implicaria em menos intercorrências decisórias (menos dúvida do investidor) estreitando a diferença entre a oferta de compra e de venda de ações.

Estudos anteriores verificaram que investidores desconsideram o otimismo de gestores espelhado em anúncios de resultados, a menos que tais publicações sejam averiguadas por fontes externas, como analistas financeiros e mídia em geral e, ainda, estejam acompanhados por informações concretas. Da mesma forma, o uso de relatórios com o objetivo de promover a reputação corporativa pode ter efeito distinto do perseguido pela gestão e aumentar o gap informacional.

Em uma perspectiva sociopsicológica, há estudiosos que não percebem o GI como o resultado de uma tomada de decisão deliberada e racional de gestores baseada nas consequências esperadas de cada escolha específica e nem, tampouco, inteiramente motivada por ganhos materiais. Nesses estudos, o GI é um fenômeno por meio do qual gestores antecipam-se aos stakeholders, principalmente acionistas, no que refere-se a uma possível avaliação negativa de suas ações e decisões, com o intuito de neutralizar consequências avaliadas como indesejáveis. Assim, o GI aplicado ao disclosure voluntário causaria um nível de AI que seria refletido em uma diferença maior entre a oferta de compra e de venda de ações.

Nesse contexto, a perspectiva do mercado acerca das ações em responsabilidade social corporativa tem influenciado o comportamento dos investidores, impactando a noção de maximização do valor por parte desse stakeholder, refletindo-se no comportamento dos preços ofertados e demandados pelos papéis das empresas. Nesse

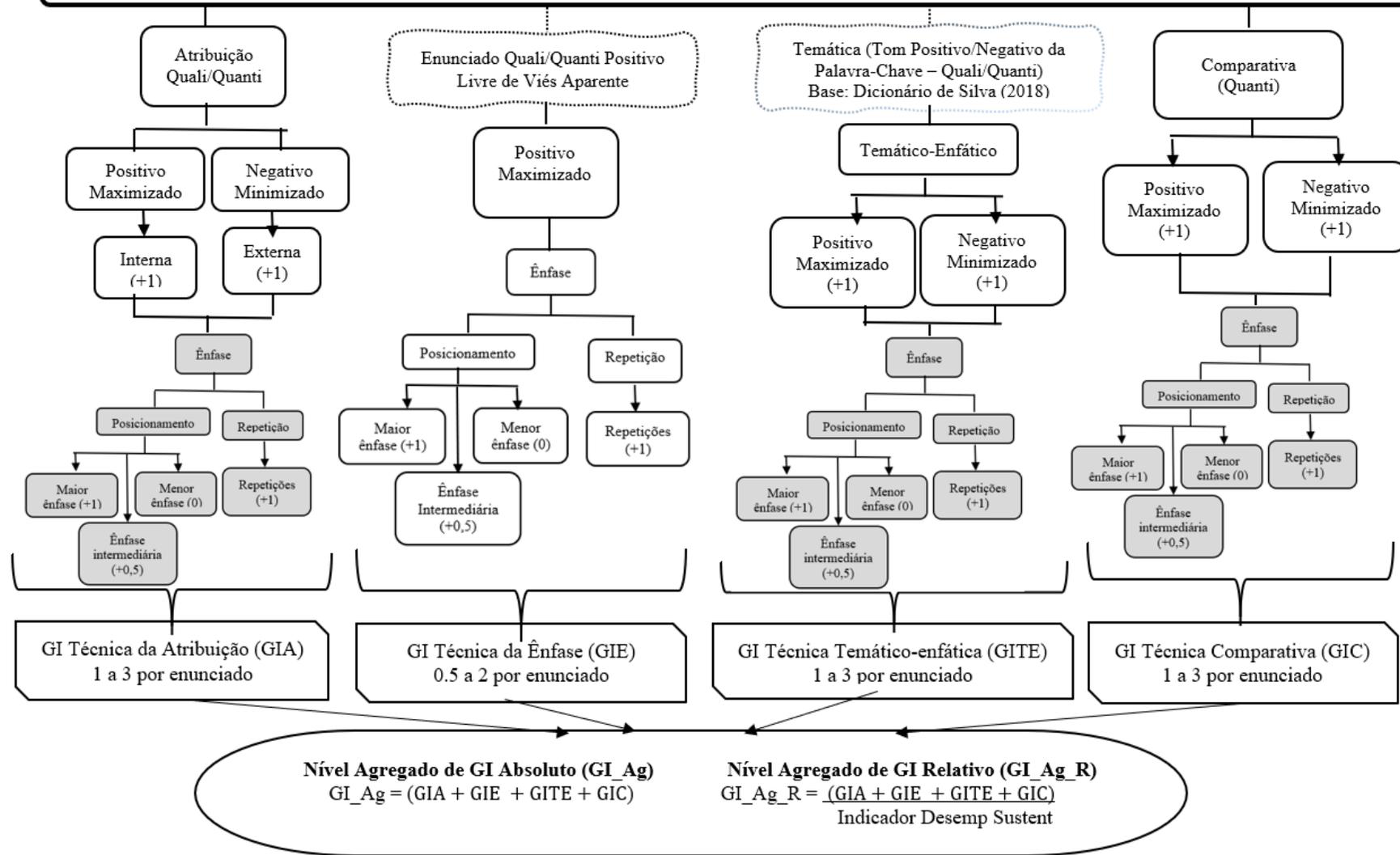
novo ambiente, dado o nível de AI contido em um disclosure constituído por GI, para alguns estudiosos, os investidores não são capazes de avaliar, no curto prazo, os efeitos financeiros, notadamente na gestão em responsabilidade social corporativa. A maior parte desses estudos referem-se às finanças comportamentais e abordam a racionalidade sob óticas como a econômica ou pura, a limitada, a substantiva e a abordagem crítica.

As perspectivas predominantes (racionalidades econômica e limitada) não consideram o componente afetivo, inato ao decisor, constante das perspectivas alternativas (racionalidades substantiva e na forma crítica). No cotidiano, nas rotinas corporativas, recursos como intuição, ansiedade e estresse, combinados à racionalidade, estão presentes em um processo de tomada de decisão. Nesse diapasão, este estudo busca instrumentalizar a pesquisa nessa área das finanças, por meio de dados baseados em uma realidade influenciada por normas sociais que vão além da maximização da utilidade do investidor com base, apenas, na rentabilidade do capital de uma companhia.

A figura apresentada na página seguinte resume todo o processo de codificação do GI proposto neste estudo e apresenta a fórmula do cálculo sintético do nível agregado de GI (GI_AG), considerando os quatro métodos aqui apresentados.

O numerador é obtido pelo somatório dos níveis de GI encontrados em cada método (da atribuição, comparativo, enfático e temático-enfático) e o denominador pelo desempenho socioambiental. Nesse estudo, o nível de GI será medido nas dimensões ambiental e social do disclosure do relatório de sustentabilidade. Portanto, as perspectivas econômica e de governança do relatório de sustentabilidade não são objeto desta análise.

Arquitetura de Codificação das Técnicas de Gerenciamento da Impressão Empregadas na Narrativa no Disclosure em Relatório de Sustentabilidade



Considerando as definições e procedimentos de codificação/mensuração do nível de GI propostos nesta pesquisa, solicitamos que:

1. Avalie o grau de clareza dos itens;
2. Avalie em que medida os itens são pertinentes;
3. Assinale com um X a qual(is) dimensão(ões) o item pertence (pode ser assinalada mais de uma para cada item). Para isso, considere a escala likert de 7 pontos, a seguir:

CLAREZA	PERTINÊNCIA
1 Incompreensível	1 Impertinente
2 Nível de compreensão admitido não permite operar o conceito	2 Nível de relacionamento do conceito com o objetivo de pesquisa existe, mas não contribui com seu atingimento
3 Nível de compreensão admitido permite operar precariamente o conceito	3 Nível de relacionamento do conceito com o objetivo de pesquisa existe, mas contribui pouco com seu atingimento
4 Nível de compreensão admitido permite operar o conceito ineficazmente	4 Nível de relacionamento do conceito com o objetivo de pesquisa existe e contribui de forma ineficiente para seu atingimento
5 Nível de compreensão admitido permite operar o conceito de forma eficaz, porém ineficiente	5 Nível de relacionamento do conceito com o objetivo de pesquisa existe, contribui de forma eficiente, porém incompleta para seu atingimento
6 Nível de compreensão admitido permite operar o conceito de forma eficiente e eficaz, porém incompleta	6 Nível de relacionamento do conceito com o objetivo de pesquisa existe, contribui de forma eficiente e eficaz para seu atingimento, porém necessita de pequenos ajustes
7 Totalmente Compreensível	7 Totalmente Pertinente

		Likert de 1 a 7							TÉCNICA				
A- Definição e delimitação do enunciado como unidade de análise do estudo									DA ATRIBUIÇÃO	TEMÁTICO-ENFÁTICO	COMPARATIVO	ENFÁTICO	
CLAREZA	1	Incompreensível	2	3	4	5	6	7	Totalmente Compreensível				
PERTINÊNCIA	1	Impertinente	2	3	4	5	6	7	Totalmente Pertinente				
B- Definição e delimitação do conceito de enunciado qualitativo e quantitativo									DA ATRIBUIÇÃO	TEMÁTICO-ENFÁTICO	COMPARATIVO	ENFÁTICO	
CLAREZA	1	Incompreensível	2	3	4	5	6	7	Totalmente Compreensível				
PERTINÊNCIA	1	Impertinente	2	3	4	5	6	7	Totalmente Pertinente				
C- Definição e delimitação do uso da palavra-chave como principal indicador de viés positivo e negativo da análise no método temático-enfático									DA ATRIBUIÇÃO	TEMÁTICO-ENFÁTICO	COMPARATIVO	ENFÁTICO	
CLAREZA	1	Incompreensível	2	3	4	5	6	7	Totalmente Compreensível				
PERTINÊNCIA	1	Impertinente	2	3	4	5	6	7	Totalmente Pertinente				
D- Definição e delimitação do enunciado temático-enfático como método de GI									DA ATRIBUIÇÃO	TEMÁTICO-ENFÁTICO	COMPARATIVO	ENFÁTICO	
CLAREZA	1	Incompreensível	2	3	4	5	6	7	Totalmente Compreensível				
PERTINÊNCIA	1	Impertinente	2	3	4	5	6	7	Totalmente Pertinente				
E- Definição e delimitação do enunciado comparativo como método de GI									DA ATRIBUIÇÃO	TEMÁTICO-ENFÁTICO	COMPARATIVO	ENFÁTICO	
CLAREZA	1	Incompreensível	2	3	4	5	6	7	Totalmente Compreensível				
PERTINÊNCIA	1	Impertinente	2	3	4	5	6	7	Totalmente Pertinente				

F- Definição e delimitação do enunciado contendo a atribuição como método de GI										DA ATRIBUIÇÃO	TEMÁTICO- ENFÁTICO	COMPARATIVO	ENFÁTICO
CLAREZA	1	Incompreensível	2	3	4	5	6	7	Totalmente Compreensível				
PERTINÊNCIA	1	Impertinente	2	3	4	5	6	7	Totalmente Pertinente				
G- Definição e delimitação da ênfase com uso do posicionamento para dar destaque a um enunciado temático-ênfático										DA ATRIBUIÇÃO	TEMÁTICO- ENFÁTICO	COMPARATIVO	ENFÁTICO
CLAREZA	1	Incompreensível	2	3	4	5	6	7	Totalmente Compreensível				
PERTINÊNCIA	1	Impertinente	2	3	4	5	6	7	Totalmente Pertinente				
H- Definição e delimitação da ênfase com uso do posicionamento para dar destaque a um enunciado contendo a técnica da atribuição										ATRIBUTIVO	TEMÁTICO- ENFÁTICO	COMPARATIVO	ENFÁTICO
CLAREZA	1	Incompreensível	2	3	4	5	6	7	Totalmente Compreensível				
PERTINÊNCIA	1	Impertinente	2	3	4	5	6	7	Totalmente Pertinente				
I- Definição e delimitação da ênfase com uso do posicionamento para dar destaque a um enunciado comparativo										ATRIBUTIVO	TEMÁTICO- ENFÁTICO	COMPARATIVO	ENFÁTICO
CLAREZA	1	Incompreensível	2	3	4	5	6	7	Totalmente Compreensível				
PERTINÊNCIA	1	Impertinente	2	3	4	5	6	7	Totalmente Pertinente				
J- Definição e delimitação da ênfase com uso da repetição para dar destaque a um enunciado temático-ênfático										ATRIBUTIVO	TEMÁTICO- ENFÁTICO	COMPARATIVO	ENFÁTICO
CLAREZA	1	Incompreensível	2	3	4	5	6	7	Totalmente Compreensível				
PERTINÊNCIA	1	Impertinente	2	3	4	5	6	7	Totalmente Pertinente				

K- Definição e delimitação da ênfase com uso da repetição para dar destaque a um enunciado comparativo										ATRIBUTIVO	TEMÁTICO-ENFÁTICO	COMPARATIVO	ENFÁTICO
CLAREZA	1	Incompreensível	2	3	4	5	6	7	Totalmente Compreensível				
PERTINÊNCIA	1	Impertinente	2	3	4	5	6	7	Totalmente Pertinente				
L- Definição e delimitação da ênfase com uso da repetição para dar destaque a um enunciado atributivo										ATRIBUTIVO	TEMÁTICO-ENFÁTICO	COMPARATIVO	ENFÁTICO
CLAREZA	1	Incompreensível	2	3	4	5	6	7	Totalmente Compreensível				
PERTINÊNCIA	1	Impertinente	2	3	4	5	6	7	Totalmente Pertinente				
M- Definição e delimitação da ênfase por repetição como método de GI para dar destaque a uma mensagem positiva e sem viés										ATRIBUTIVO	TEMÁTICO-ENFÁTICO	COMPARATIVO	ENFÁTICO
CLAREZA	1	Incompreensível	2	3	4	5	6	7	Totalmente Compreensível				
PERTINÊNCIA	1	Impertinente	2	3	4	5	6	7	Totalmente Pertinente				
N- Definição e delimitação da ênfase por posicionamento como método de GI para dar destaque a uma mensagem positiva e sem viés										ATRIBUTIVO	TEMÁTICO-ENFÁTICO	COMPARATIVO	ENFÁTICO
CLAREZA	1	Incompreensível	2	3	4	5	6	7	Totalmente Compreensível				
PERTINÊNCIA	1	Impertinente	2	3	4	5	6	7	Totalmente Pertinente				
O- Definição e delimitação do uso do GI como técnica de minimização do impacto de enunciados com viés negativo										ATRIBUTIVO	TEMÁTICO-ENFÁTICO	COMPARATIVO	ENFÁTICO
CLAREZA	1	Incompreensível	2	3	4	5	6	7	Totalmente Compreensível				
PERTINÊNCIA	1	Impertinente	2	3	4	5	6	7	Totalmente Pertinente				

P- Definição e delimitação do uso do GI como técnica de maximização do impacto de enunciados com viés positivo										ATRIBUTIVO	TEMÁTICO-ENFÁTICO	COMPARATIVO	ENFÁTICO
CLAREZA	1	Incompreensível	2	3	4	5	6	7	Totalmente Compreensível				
PERTINÊNCIA	1	Impertinente	2	3	4	5	6	7	Totalmente Pertinente				

Utilize os espaços a seguir para inserir comentários com vistas a contribuir com o aperfeiçoamento de cada item que compõe o modelo proposto para codificar e mensurar o nível agregado de GI em relatórios de sustentabilidade.

Você pode digitar as suas observações e enviar o arquivo em editor de texto. Se preferir, pode imprimir este modelo, escrever de forma manuscrita as respostas e enviar o material digitalizado.

A- Definição e delimitação do enunciado como unidade de análise do estudo
B- Definição e delimitação do uso da palavra-chave como principal emissor de viés positivo e negativo da análise na técnica temático-enfática
C- Definição e delimitação do conceito de enunciado qualitativo e quantitativo
D- Definição e delimitação do enunciado temático-enfático como técnica de aplicação do GI
E- Definição e delimitação do enunciado comparativo como técnica de aplicação do GI
F- Definição e delimitação do enunciado com uso da atribuição como técnica de aplicação do GI
G- Definição e delimitação da ênfase com uso da técnica do reforço para dar destaque a um enunciado temático-enfático
H- Definição e delimitação da ênfase com uso da técnica do reforço para dar destaque a um enunciado atributivo

I- Definição e delimitação da ênfase com uso da técnica da repetição para dar destaque a um enunciado temático-ênfático
J- Definição e delimitação da ênfase com uso da técnica da repetição para dar destaque a um enunciado comparativo
K- Definição e delimitação da ênfase com uso da técnica da repetição para dar destaque a um enunciado atributivo
L- Definição e delimitação da ênfase com uso do posicionamento para dar destaque a um enunciado temático-ênfático
M- Definição e delimitação da ênfase com uso do posicionamento para dar destaque a um enunciado comparativo
N- Definição e delimitação da ênfase com uso do posicionamento para dar destaque a um enunciado atributivo
O- Definição e delimitação do uso do GI como técnica de maximização do impacto de enunciados com viés positivo
P- Definição e delimitação do uso do GI como técnica de minimização do impacto de enunciados com viés negativo
Q- Definição e delimitação do método de cálculo do GI agregado combinando as quatro técnicas do modelo
R- Espaço destinado a comentários distintos dos propostos anteriormente.

APÊNDICE B – CÁLCULO DO ÍNDICE DE SOCIAL DISCLOSURE

O ISD de Gonçalves *et al.* (2014) baseia-se nos estudos de Ramanathan (1976), Heydel (1989) e Hammond e Miles, (2004) e foi construído com base em dimensões conforme o quadro a seguir:

Itens do ISD por respectivas dimensões

Avaliação Ramanathan (1976)	1) Relação dos programas sociais com os valores da empresa (Haydel, 1989; Hammond; Miles, 2004)
	2) Avaliação das necessidades locais para realização dos programas sociais (Haydel, 1989; Rizx; Dixon; Woodhead, 2008)
	8) Descrição de aspectos para melhoria dos resultados sociais obtidos nos programas sociais (Haydel, 1989; Hammond; Miles, 2004)
	9) Descrição de programas sociais futuros e em andamento (Haydel, 1989; Naser; Nuseibech, 2003)
Mensuração Ramanathan (1976)	3) Descrição de objetivos e metas para os programas sociais (Haydel, 1989; Hammond; Miles, 2004)
	4) Recursos financeiros alocados nos programas sociais (Naser; Nuseibech, 2003; Hammond; Miles, 2004)
	5) Valor econômico e/ou financeiro dos recursos humanos envolvidos em programas sociais (Gray; Kouhy; Lavers, 1995; Smith; Adhikari; Tondkar, 2005)
	6) Valor econômico e/ou financeiro dos recursos materiais destinados aos programas sociais (Naser; Nuseibech, 2003)
	7) Resultados sociais obtidos nos programas sociais (Hammond; Miles, 2004)
	10) Projeção do fluxo de caixa futuro da alocação de recursos em programas sociais (Naser; Nuseibech, 2003)
Padrão de Relatórios Ramanathan (1976)	11) Distribuição do Valor Adicionado (Haydel, 1989; Hammond; Miles, 2004)
	12) Disponibilidade dos relatórios de responsabilidade social (Hammond; Miles, 2004)
	13) Frequência da divulgação dos relatórios de responsabilidade social. (Hammond; Miles, 2004)

Fonte: Gonçalves *et al.* (2014).

Em geral, os índices usados em CSR não informam sobre a qualidade do disclosure, mas medem a performance empresarial em sustentabilidade como o KLD, 400 GOOD Index, KOGI, FTSE 4 GOOD, Japan Index, G-Index Taiwan, G-Index (LEE; CHEN; HUNG; YANG, 2020). O ISD trata especificamente da qualidade do disclosure, distinguindo-se de estudos que afirmam ser a quantidade de informações proxy de qualidade no disclosure, o que não necessariamente está correto conforme Beretta e Bozzolan (2008) e Gonçalves, Medeiros e Gonçalves (2012).

O ISD encontra-se em um intervalo entre 13 e 52 pontos, classificável em níveis de evidenciação considerando o resultado total, conforme a tabela seguir:

Quartis dos níveis de social disclosure

Quartis	Pontuação	Nível de Disclosure	Codificação
Primeiro	Até 24 pontos	Ruim	1
Segundo	De 25 a 30 pontos	Baixo	2
Terceiro	De 31 a 36 pontos	Médio	3
Quarto	Acima de 37 pontos	Alto	4

Fonte: Gonçalves, Medeiros e Gonçalves (2012)

Portanto, conforme a Tabela acima, um ISD medido entre 13 e 24 pontos é considerado ruim, recebendo codificação '1'; entre 25 e 30 pontos é baixo e codificado com '2'; entre 31 e 36 é médio e codificado como '3'; e de 37 a 52 pontos é alto e codificado como '4' (GONÇALVES; MEDEIROS; GONÇALVES, 2012).

APÊNDICE C – LISTA DE PALAVRAS-CHAVE COM TOM POSITIVO E NEGATIVO (SILVA, 2018) ENCONTRADAS NA AMOSTRA

PALAVRAS NÃO CONTÉM ACENTOS NEM CEDILHAS

Listas das Palavras Positivas

agradavel; ampla; ampliando; aperfeicoar; aumento; aumentos; avanca; avanço; comprometidos; compromisso; conquistas; contratação; contribuicao; contribuir; cresceu; crescimento; desempenho; desenvolvimento; eficiencia; eficiente; elevados; erradicacao; esforcos; excelencia; expandimos; expectativas; fortalecer; fortalecimento; ganhos; garantir; incentivadores; lucros; melhorar; melhores; melhoria; positivamente; positivo; positivos; potencial; preservacao; prevencao; promover; reforca; relevante; relevantes; significativo; significativos; significativa; significativamente; solidariedade; sustentaveis; sustentavel; transformacoes;

Listas das Palavras Negativas

abaixo; afetado; decréscimo; negativos; racionalização; reducao; reducoes; reduzir; reduziu; riscos;

APÊNDICE D – EMPRESAS COMPONENTES DA AMOSTRA E RESPECTIVOS NÍVEIS DE GI MENSURADOS NO ESTUDO

EMPRESA	NÍVEL AGREGADO DE GI (GIA+GIE+GITE+GIC) NAS DIMENSÕES SOCIAL E AMBIENTAL DOS RELATÓRIO DE SUSTENTABILIDADE			
	2016	2017	2018	2019
AES Tiete	15.5	23	22	32.5
B3	10.5	6	2	30
BRF	84	66	78	29
Braskem	68	68	84	70
CCR	61.5	24.5	20.5	25
CESP	NA	21	18	9.5
CIELO	33.5	66	48.5	30.5
CEMIG	63	65.5	58.5	0
CPFL	21	52	74.5	64
COPEL	24	45	56.5	23.5
COSAN	32	0	19.5	19
COPASA	19.5	17	27.5	23
Cia Sid Nac	NA	39	NA	55.5
Duratex	62	53.5	42.5	29.5
ECORODOVIAS	55.5	42	70.5	26
Engie Brasil	34.5	48	26	37
Eletrobras	58.5	87.5	100	36.5
Embraer	51.5	87.5	98	34.5
Enauta	51.5	10	21.5	11.5
Energias BR	13.5	16	27	23.5
Energisa	17.5	18	19.5	21.5
Equatorial	7	31	7.5	27.5
Fleury	35.5	66.5	31.5	35
Gerdau	10	13	40.5	28

Grendene	79.5	7	9.5	54.5
CIA HERING	14	39	46	19
Hypermarcas	18	13.5	NA	NA
JBS	93	118.5	109	99
Lojas Americanas	20	54	31.5	20
Light	32.5	30.5	22	43
Lojas Renner	48.5	69	70	96.5
M. Dias Branco	60.5	99	67.5	7.5
Marfrig	36.5	29.5	66.5	24
MRV	72	56	53.5	60.5
Multiplan	51.5	46.5	42.5	38
Natura	220.5	113	79	78
Odontoprev	26	26	33.5	19
Pao de Acucar - CBD	70.5	50.5	71	34.5
Petrobras	55.5	31.5	55	44.5
Marcopolo	1	0	0	0
Porto Seguro	11	19.5	3	11
Raia Drogasil	54	32	49.5	45
Rumo	24	10	43.5	57.5
Randon	0	0	34	NA
Localiza	0	36	55.5	53
Sabesp	78	59.5	41.5	25
São Martinho	28.5	35	33.5	78
Suzano	56.5	49.5	68.5	41.5
Tim Part	83	28.5	26	27
TOTVS	57.5	33.5	0	17.5
Tran Paulista	15.5	44	34	23
Ultrapar	46	15.5	48	17
Usiminas	NA	49	3.5	30

Vale	116	58.5	63.5	3
Telef Brasil	78.5	52.5	115	54
Weg	72	33	20	26
Wiz	7	3	4	4
YDUQS Estacio Part	33	40	34	18

Fonte: dados da pesquisa

APÊNDICE E –REGRESSÕES AGREGADAS NAS 4 TÉCNICAS DE GI, REALIZADAS COM OBJETIVO DE TESTAR H1

DIMENSÃO D-CSR (GI Analisada)	REGRESSÃO	MENSURAÇÃO DA AI		RESULTADO TESTES ROBUSTEZ	SITUAÇÃO VARIÁVEL DE INTERESSE GI
		RELATÓRIO	MOMENTO		
SOCIAL (Técnicas da Atribuição, Enfatização, Temático- Enfatização e Comparação agregadas)	$BAS_{it} = \exp (\beta_0 + \beta_1 GI_SOC_{it} + \beta_2 ISD_{it} + \beta_3 LIQB_{it} + \beta_4 CANAL_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 LIQC_{it} + \beta_7 VOLA_{it}) + \varepsilon_{it}$	D-CSR	2A	Não Ajustada (Prob(LR statistic)>0.05)	Não-Significante
			1A	Não rejeita linearidade (Ramsey Test)/ Resíduos não-homocedásticos	Significante Positivo
			D	Não rejeita linearidade (Ramsey Test)/ Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			1D	Não Ajustada (Prob(LR statistic)>0.05)	Não-Significante
			2D	Não Ajustada (Prob(LR statistic)>0.05)	Não-Significante
		ITR2	2A	Resíduos não-homocedásticos	Significante Positivo
			1A	Regressão Ajustada	Não-Significante
			D	Multicolinearidade (VIF>10)	Significante Positivo
			1D	Multicolinearidade (VIF>10)	Significante Positivo
			2D	Multicolinearidade (VIF>10)	Significante Positivo
		ITR3	2A	Não rejeita linearidade (Ramsey Test)/ Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			1A	Multicolinearidade (VIF>10)/ Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			D	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			1D	Regressão Ajustada	Significante Positiva***
			2D	Coef não diferentes de zero (Teste de Wald)	Não-Significante
		DFP	2A	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			1A	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante

			D	Não rejeita linearidade (Ramsey Test)	Não-Significante
			1D	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			2D	Não rejeita linearidade (Ramsey Test)/ Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
AMBIENTAL (Técnicas da Atribuição, Enfatização, Temático-Enfatização e Comparação agregadas)	$BAS_{it} = \exp(\beta_0 + \beta_1 GI_AMB_{it} + \beta_2 GRI_{it} + \beta_3 LIQB_{it} + \beta_4 CANAL_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 LIQC_{it} + \beta_7 VOLA_{it}) + \varepsilon_{it}$	D-CSR	2A	Não rejeita linearidade (Ramsey Test)/ Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			1A	Não rejeita linearidade (Ramsey Test)/ Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			D	Regressão Ajustada	Não-Significante
			1D	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			2D	Não rejeita linearidade (Ramsey Test)/ Resíduos não-homocedásticos	Significante Positivo
		ITR2	2A	Multicolinearidade (VIF>10)	Significante Positivo
			1A	Não rejeita linearidade (Ramsey Test)/ Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			D	Não rejeita linearidade (Ramsey Test)	Não-Significante
			1D	Resíduos não-homocedásticos	Significante Positivo
			2D	Multicolinearidade (VIF>10)	Significante Positivo
			2A	Resíduos não-homocedásticos	Significante Positivo
		ITR3	1A	Não rejeita linearidade (Ramsey Test)	Não-Significante
			D	Regressão Ajustada	Significante Positivo*
			1D	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			2D	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
		DFP	2A	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			1A	Regressão Ajustada	Não-Significante

			D	Não rejeita linearidade (Ramsey Test)/ Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			1D	Não rejeita linearidade (Ramsey Test)/ Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			2D	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
SOCIAL E AMBIENTAL (Técnicas da Atribuição, Enfatização, Temático-Enfatização e Comparação agregadas)	$BAS_{it} = \exp(\beta_0 + \beta_1 GI_{Ag_{it}} + \beta_2 GRI_{it} + \beta_3 LIQB_{it} + \beta_4 CANAL_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 LIQC_{it} + \beta_7 VOLA_{it}) + \varepsilon_{it}$	D-CSR	2A	Resíduos não-homocedásticos	Significante Positivo
			1A	Regressão Ajustada	Não-Significante
			D	Regressão Ajustada	Significante Positivo**
			1D	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			2D	Resíduos não-homocedásticos	Significante Positivo
		ITR2	2A	Não rejeita linearidade (Ramsey Test)/ Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			1A	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			D	Regressão Ajustada	Não-Significante
			1D	Não rejeita linearidade (Ramsey Test)/ Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			2D	Não rejeita linearidade (Ramsey Test)/ Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
		ITR3	2A	Resíduos não-homocedásticos	Significante Positivo
			1A	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			D	Resíduos não-homocedásticos	Significante Positivo
			1D	Não rejeita linearidade (Ramsey Test)/ Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			2D	Não rejeita linearidade (Ramsey Test)/ Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante

		DFP	2A	Não rejeita linearidade (Ramsey Test)/ Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			1A	Não rejeita linearidade (Ramsey Test)/ Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			D	Não rejeita linearidade (Ramsey Test)/ Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			1D	Não rejeita linearidade (Ramsey Test)/ Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			2D	Não rejeita linearidade (Ramsey Test)/ Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante

LEGENDA

D-CSR	Relatório de sustentabilidade
ITR2	Relatório trimestral referente ao segundo trimestre
ITR3	Relatório trimestral referente ao terceiro trimestre
DFP	Demonstração financeira padronizada
2A	Nível de assimetria informacional medido 2 dias antes da publicação
1A	Nível de assimetria informacional medido 1 dia antes da publicação
D	Nível de assimetria informacional medido no dias da publicação
1D	Nível de assimetria informacional medido 1 dia depois da publicação
2D	Nível de assimetria informacional medido 2 dias depois da publicação
GI_Ag	Nível agregado de gerenciamento da impressão consideradas as técnicas de atribuição, da ênfase, da temático-ênfase e da comparação aplicadas às dimensões social e ambiental do relatório de sustentabilidade
GI_SOC	Nível agregado de gerenciamento da impressão consideradas as técnicas da atribuição, da ênfase, da temático-ênfase e da comparação aplicada à dimensão social do relatório de sustentabilidade
GI_AMB	Nível agregado de gerenciamento da impressão consideradas as técnicas da atribuição, da ênfase, da temático-ênfase e da comparação aplicada à dimensão ambiental do relatório de sustentabilidade
Variáveis de Controle	GRI, LIQB, CANAL, ROE, LIQC, VOLA

APÊNDICE F – REGRESSÕES REALIZADAS POR TÉCNICA DE GI COM OBJETIVO DE TESTAR H1

TÉCNICA GI	REGRESSÃO	MENSURAÇÃO DA AI		RESULTADO TESTES ROBUSTEZ	SITUAÇÃO VARIÁVEL DE INTERESSE GI
		RELATÓRIO	MOMENTO		
ATRIBUIÇÃO (GIA)	BAS_{it} $= \exp(\beta_0 + \beta_1 GIA_{it} + \beta_2 GRI_{it} + \beta_3 LIQB_{it} + \beta_4 CANAL_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 LIQC_{it} + \beta_7 VOLA_{it}) + \varepsilon_{it}$	D-CSR	2A	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			1A	Não rejeita linearidade (Ramsey Test)	Não-Significante
			D	Resíduos não-homocedásticos	Significante Positivo**
			1D	Resíduos não-homocedásticos	Significante Positivo*
			2D	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
		ITR2	2A	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			1A	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			D	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			1D	Não rejeita linearidade	Significante Positivo***
			2D	Multicolinearidade	Significante Positivo**
		ITR3	2A	Autocorrelação dos resíduos	Significante Positivo***
			1A	Resíduos não-homocedásticos	Significante Positivo***
			D	Não rejeita linearidade (Ramsey Test)	Significante Positivo***
			1D	Regressão Ajustada	Significante Negativo*
			2D	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
		DFP	2A	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			1A	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			D	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			1D	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			2D	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
ENFATIZAÇÃO (GIE)		D-CSR	2A	Prob(LR statistic)>0.05	Não-Significante
			1A	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			D	Regressão Ajustada	Não-Significante
			1D	Prob(LR statistic)>0.05	Não-Significante
			2D	Prob(LR statistic)>0.05	Não-Significante
		ITR2	2A	Prob(LR statistic)>0.05	Não-Significante
			1A	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			D	Não rejeita linearidade (Ramsey Test)	Não-Significante
			1D	Não rejeita linearidade (Ramsey Test)	Não-Significante

	BAS_{it} $= \exp(\beta_0 + \beta_1 GIE_{it}$ $+ \beta_2 GRI_{it} + \beta_3 LIQB_{it}$ $+ \beta_4 CANAL_{it} + \beta_5 ROE_{it}$ $+ \beta_6 LIQC_{it} + \beta_7 VOLA_{it})$ $+ \varepsilon_{it}$	ITR3	2D	Não rejeita linearidade (Ramsey Test)	Significante Positivo*
			2A	Autocorrelação dos resíduos	Significante Positivo***
			1A	Regressão Ajustada	Significante Positivo***
			D	Regressão Ajustada	Significante Positivo***
			1D	Resíduos não-homocedásticos	Significante Positivo***
		DFP	2D	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			2A	Prob(LR statistic)>0.05	Não-Significante
			1A	Resíduos não-homocedásticos	Significante Positivo***
			D	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			1D	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
TEMÁTICO- ENFATIZAÇÃO (GITE)	BAS_{it} $= \exp(\beta_0 + \beta_1 GITE_{it}$ $+ \beta_2 GRI_{it} + \beta_3 LIQB_{it}$ $+ \beta_4 CANAL_{it} + \beta_5 ROE_{it}$ $+ \beta_6 LIQC_{it} + \beta_7 VOLA_{it})$ $+ \varepsilon_{it}$	D-CSR	2A	Prob(LR statistic)>0.05	Não-Significante
			1A	Não rejeita linearidade (Ramsey Test)	Não-Significante
			D	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			1D	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			2D	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
		ITR2	2A	Não rejeita linearidade (Ramsey Test)	Significante Positivo**
			1A	Não rejeita linearidade (Ramsey Test)	Significante Positivo***
			D	Multicolinearidade	Significante Positivo**
			1D	Não rejeita linearidade (Ramsey Test)	Significante Positivo***
			2D	Resíduos não-homocedásticos	Significante Positivo***
		ITR3	2A	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			1A	Resíduos não-homocedásticos	Significante Negativo***
			D	Não rejeita linearidade (Ramsey Test)	Não-Significante
			1D	Regressão Ajustada	Não-Significante
			2D	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
		DFP	2A	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			1A	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			D	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			1D	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			2D	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
COMPARAÇÃO (GIC)		D-CSR	2A	Resíduos não-homocedásticos	Significante Positivo***
			1A	Não rejeita linearidade (Ramsey Test)	Significante Positivo***
			D	Resíduos não-homocedásticos	Significante Positivo*
			1D	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante

$ \begin{aligned} &BAS_{it} \\ &= \exp(\beta_0 + \beta_1 GIC_{it} \\ &+ \beta_2 GRI_{it} + \beta_3 LIQB_{it} \\ &+ \beta_4 CANAL_{it} + \beta_5 ROE_{it} \\ &+ \beta_6 LIQC_{it} + \beta_7 VOLA_{it}) \\ &+ \varepsilon_{it} \end{aligned} $		ITR2	2D	Prob(LR statistic)>0.05	Não-Significante
			2A	Multicolinearidade	Significante Positivo***
			1A	Resíduos não-homocedásticos	Significante Positivo*
			D	Autocorrelação dos resíduos	Significante Negativo***
			1D	Autocorrelação dos resíduos	Significante Negativo**
			2D	Não rejeita linearidade (Ramsey Test)	Não-Significante
		ITR3	2A	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			1A	Resíduos não-homocedásticos	Significante Negativo***
			D	Regressão Ajustada	Não-Significante
			1D	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			2D	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
		DFP	2A	Prob(LR statistic)>0.05	Não-Significante
			1A	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			D	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
			1D	Resíduos não-homocedásticos	Não-Significante
2D	Resíduos não-homocedásticos		Não-Significante		

LEGENDA	
D-CSR	Relatório de sustentabilidade
ITR2	Relatório trimestral referente ao segundo trimestre
ITR3	Relatório trimestral referente ao terceiro trimestre
DFP	Demonstração financeira padronizada
2A	Nível de assimetria informacional medido 2 dias antes da publicação
1A	Nível de assimetria informacional medido 1 dia antes da publicação
D	Nível de assimetria informacional medido no dia da publicação
1D	Nível de assimetria informacional medido 1 dia depois da publicação
2D	Nível de assimetria informacional medido 2 dias depois da publicação
GIA	Nível agregado de gerenciamento da impressão considerada a técnica da atribuição aplicada às dimensões social e ambiental do relatório de sustentabilidade
GIE	Nível agregado de gerenciamento da impressão consideradas as técnicas da ênfase aplicada às dimensões social e ambiental do D-CSR
GITE	Nível agregado de gerenciamento da impressão considerada a técnica da temático-ênfase aplicada às dimensões social e ambiental
GIC	Nível agregado de gerenciamento da impressão considerada a técnica da comparação aplicada às dimensões social e ambiental do D-CSR
*, ** e ***	Respectivamente, significante a 10%, 5% e 1%

APÊNDICE G – TESTES DE ROBUSTEZ APLICADOS ÀS REGRESSÕES REALIZADAS POR TÉCNICA DE GI COM OBJETIVO DE TESTAR H1

ATRIBUIÇÃO ($BAS_{it} = \exp(\beta_0 + \beta_1 GIA_{it} + \gamma_n CONTROLE_{it}) + \varepsilon_{it}$) aplicada um dia após a publicação do ITR3 nas dimensões social e ambiental do relatório de sustentabilidade																																														
Ramsey RESET Test Equation: EQ_T Omitted Variables: Squares of fitted values Specification: BAS_ITR_3_1D C GI_AG_SOC ISD LIQB CANAL ROE VOLA LIQC		Wald Test: Equation: EQ_T																																												
<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Value</th> <th>df</th> <th>Probability</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>t-statistic</td> <td>3.324898</td> <td>212</td> <td>0.0010</td> </tr> <tr> <td>F-statistic</td> <td>11.05495</td> <td>(1, 212)</td> <td>0.0010</td> </tr> <tr> <td>Likelihood ratio</td> <td>11.05495</td> <td>1</td> <td>0.0009</td> </tr> </tbody> </table>			Value	df	Probability	t-statistic	3.324898	212	0.0010	F-statistic	11.05495	(1, 212)	0.0010	Likelihood ratio	11.05495	1	0.0009	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Test Statistic</th> <th>Value</th> <th>df</th> <th>Probability</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>F-statistic</td> <td>48.02929</td> <td>(7, 213)</td> <td>0.0000</td> </tr> <tr> <td>Chi-square</td> <td>336.2050</td> <td>7</td> <td>0.0000</td> </tr> </tbody> </table>		Test Statistic	Value	df	Probability	F-statistic	48.02929	(7, 213)	0.0000	Chi-square	336.2050	7	0.0000															
	Value	df	Probability																																											
t-statistic	3.324898	212	0.0010																																											
F-statistic	11.05495	(1, 212)	0.0010																																											
Likelihood ratio	11.05495	1	0.0009																																											
Test Statistic	Value	df	Probability																																											
F-statistic	48.02929	(7, 213)	0.0000																																											
Chi-square	336.2050	7	0.0000																																											
Date: 07/27/21 Time: 22:08 Sample: 2016 2019 Included observations: 207		Date: 07/27/21 Time: 22:22 Sample: 2016 2019 Included observations: 207																																												
<table border="1"> <thead> <tr> <th>Method</th> <th>df</th> <th>Value</th> <th>Probability</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Bartlett</td> <td>4</td> <td>0.629668</td> <td>0.9597</td> </tr> <tr> <td>Levene</td> <td>(4, 202)</td> <td>1.041373</td> <td>0.3869</td> </tr> <tr> <td>Brown-Forsythe</td> <td>(4, 202)</td> <td>0.641886</td> <td>0.6332</td> </tr> </tbody> </table>		Method	df	Value	Probability	Bartlett	4	0.629668	0.9597	Levene	(4, 202)	1.041373	0.3869	Brown-Forsythe	(4, 202)	0.641886	0.6332	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Autocorrelation</th> <th>Partial Correlation</th> <th>AC</th> <th>PAC</th> <th>Q-Stat</th> <th>Prob*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td></td> <td></td> <td>1</td> <td>0.109</td> <td>0.109</td> <td>2.6701</td> <td>0.102</td> </tr> <tr> <td></td> <td></td> <td>2</td> <td>0.025</td> <td>0.013</td> <td>2.8122</td> <td>0.245</td> </tr> <tr> <td></td> <td></td> <td>3</td> <td>-0.001</td> <td>-0.006</td> <td>2.8126</td> <td>0.421</td> </tr> </tbody> </table>		Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob*			1	0.109	0.109	2.6701	0.102			2	0.025	0.013	2.8122	0.245			3	-0.001	-0.006	2.8126	0.421
Method	df	Value	Probability																																											
Bartlett	4	0.629668	0.9597																																											
Levene	(4, 202)	1.041373	0.3869																																											
Brown-Forsythe	(4, 202)	0.641886	0.6332																																											
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob*																																									
		1	0.109	0.109	2.6701	0.102																																								
		2	0.025	0.013	2.8122	0.245																																								
		3	-0.001	-0.006	2.8126	0.421																																								

Fonte: dados da pesquisa

ENFATIZAÇÃO ($BAS_{it} = \exp(\beta_0 + \beta_1 GIE_{it} + \gamma_n CONTROLE_{it}) + \varepsilon_{it}$) aplicada um dia antes da publicação do ITR3 nas dimensões social e ambiental do relatório de sustentabilidade																																														
Ramsey RESET Test Equation: EQ_T Omitted Variables: Squares of fitted values Specification: BAS_ITR_3_1D C GI_AG_SOC ISD LIQB CANAL ROE VOLA LIQC		Wald Test: Equation: EQ_T																																												
<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Value</th> <th>df</th> <th>Probability</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>t-statistic</td> <td>4.611582</td> <td>211</td> <td>0.0000</td> </tr> <tr> <td>F-statistic</td> <td>21.26669</td> <td>(1, 211)</td> <td>0.0000</td> </tr> <tr> <td>Likelihood ratio</td> <td>21.26669</td> <td>1</td> <td>0.0000</td> </tr> </tbody> </table>			Value	df	Probability	t-statistic	4.611582	211	0.0000	F-statistic	21.26669	(1, 211)	0.0000	Likelihood ratio	21.26669	1	0.0000	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Test Statistic</th> <th>Value</th> <th>df</th> <th>Probability</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>F-statistic</td> <td>58.92067</td> <td>(7, 212)</td> <td>0.0000</td> </tr> <tr> <td>Chi-square</td> <td>412.4447</td> <td>7</td> <td>0.0000</td> </tr> </tbody> </table>		Test Statistic	Value	df	Probability	F-statistic	58.92067	(7, 212)	0.0000	Chi-square	412.4447	7	0.0000															
	Value	df	Probability																																											
t-statistic	4.611582	211	0.0000																																											
F-statistic	21.26669	(1, 211)	0.0000																																											
Likelihood ratio	21.26669	1	0.0000																																											
Test Statistic	Value	df	Probability																																											
F-statistic	58.92067	(7, 212)	0.0000																																											
Chi-square	412.4447	7	0.0000																																											
Date: 07/27/21 Time: 22:08 Sample: 2016 2019 Included observations: 207		Date: 07/27/21 Time: 22:22 Sample: 2016 2019 Included observations: 207																																												
<table border="1"> <thead> <tr> <th>Method</th> <th>df</th> <th>Value</th> <th>Probability</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Bartlett</td> <td>3</td> <td>0.949907</td> <td>0.8134</td> </tr> <tr> <td>Levene</td> <td>(3, 216)</td> <td>0.715745</td> <td>0.5435</td> </tr> <tr> <td>Brown-Forsythe</td> <td>(3, 216)</td> <td>0.554039</td> <td>0.6460</td> </tr> </tbody> </table>		Method	df	Value	Probability	Bartlett	3	0.949907	0.8134	Levene	(3, 216)	0.715745	0.5435	Brown-Forsythe	(3, 216)	0.554039	0.6460	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Autocorrelation</th> <th>Partial Correlation</th> <th>AC</th> <th>PAC</th> <th>Q-Stat</th> <th>Prob*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td></td> <td></td> <td>1</td> <td>0.077</td> <td>0.077</td> <td>1.3112</td> <td>0.252</td> </tr> <tr> <td></td> <td></td> <td>2</td> <td>0.040</td> <td>0.035</td> <td>1.6743</td> <td>0.433</td> </tr> <tr> <td></td> <td></td> <td>3</td> <td>-0.009</td> <td>-0.014</td> <td>1.6913</td> <td>0.639</td> </tr> </tbody> </table>		Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob*			1	0.077	0.077	1.3112	0.252			2	0.040	0.035	1.6743	0.433			3	-0.009	-0.014	1.6913	0.639
Method	df	Value	Probability																																											
Bartlett	3	0.949907	0.8134																																											
Levene	(3, 216)	0.715745	0.5435																																											
Brown-Forsythe	(3, 216)	0.554039	0.6460																																											
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob*																																									
		1	0.077	0.077	1.3112	0.252																																								
		2	0.040	0.035	1.6743	0.433																																								
		3	-0.009	-0.014	1.6913	0.639																																								

Fonte: dados da pesquisa

ENFATIZAÇÃO ($BAS_{it} = \exp(\beta_0 + \beta_1 GIE_{it} + \gamma_n CONTROLE_{it}) + \varepsilon_{it}$) aplicada no dia da publicação do ITR3 nas dimensões social e ambiental do relatório de sustentabilidade																																																		
Ramsey RESET Test Equation: EQ_T Omitted Variables: Squares of fitted values Specification: BAS_ITR_3_1D C GI_AG_SOC ISD LIQB CANAL ROE VOLA LIQC		Wald Test: Equation: EQ_T																																																
<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Value</th> <th>df</th> <th>Probability</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>t-statistic</td> <td>4.515685</td> <td>212</td> <td>0.0000</td> </tr> <tr> <td>F-statistic</td> <td>20.39141</td> <td>(1, 212)</td> <td>0.0000</td> </tr> <tr> <td>Likelihood ratio</td> <td>20.39141</td> <td>1</td> <td>0.0000</td> </tr> </tbody> </table>			Value	df	Probability	t-statistic	4.515685	212	0.0000	F-statistic	20.39141	(1, 212)	0.0000	Likelihood ratio	20.39141	1	0.0000	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Test Statistic</th> <th>Value</th> <th>df</th> <th>Probability</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>F-statistic</td> <td>90.64922</td> <td>(7, 213)</td> <td>0.0000</td> </tr> <tr> <td>Chi-square</td> <td>634.5445</td> <td>7</td> <td>0.0000</td> </tr> </tbody> </table>		Test Statistic	Value	df	Probability	F-statistic	90.64922	(7, 213)	0.0000	Chi-square	634.5445	7	0.0000																			
	Value	df	Probability																																															
t-statistic	4.515685	212	0.0000																																															
F-statistic	20.39141	(1, 212)	0.0000																																															
Likelihood ratio	20.39141	1	0.0000																																															
Test Statistic	Value	df	Probability																																															
F-statistic	90.64922	(7, 213)	0.0000																																															
Chi-square	634.5445	7	0.0000																																															
Date: 07/27/21 Time: 22:08 Sample: 2016 2019 Included observations: 207		Date: 07/27/21 Time: 22:22 Sample: 2016 2019 Included observations: 207																																																
<table border="1"> <thead> <tr> <th>Method</th> <th>df</th> <th>Value</th> <th>Probability</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Bartlett</td> <td>2</td> <td>4.579327</td> <td>0.1013</td> </tr> <tr> <td>Levene</td> <td>(2, 218)</td> <td>2.310962</td> <td>0.1016</td> </tr> <tr> <td>Brown-Forsythe</td> <td>(2, 218)</td> <td>1.814823</td> <td>0.1653</td> </tr> </tbody> </table>		Method	df	Value	Probability	Bartlett	2	4.579327	0.1013	Levene	(2, 218)	2.310962	0.1016	Brown-Forsythe	(2, 218)	1.814823	0.1653	<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Autocorrelation</th> <th>Partial Correlation</th> <th>AC</th> <th>PAC</th> <th>Q-Stat</th> <th>Prob*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td></td> <td></td> <td></td> <td>1</td> <td>0.109</td> <td>0.109</td> <td>2.6701</td> <td>0.102</td> </tr> <tr> <td></td> <td></td> <td></td> <td>2</td> <td>0.025</td> <td>0.013</td> <td>2.8122</td> <td>0.245</td> </tr> <tr> <td></td> <td></td> <td></td> <td>3</td> <td>-0.001</td> <td>-0.006</td> <td>2.8126</td> <td>0.421</td> </tr> </tbody> </table>			Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob*				1	0.109	0.109	2.6701	0.102				2	0.025	0.013	2.8122	0.245				3	-0.001	-0.006	2.8126	0.421
Method	df	Value	Probability																																															
Bartlett	2	4.579327	0.1013																																															
Levene	(2, 218)	2.310962	0.1016																																															
Brown-Forsythe	(2, 218)	1.814823	0.1653																																															
	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob*																																												
			1	0.109	0.109	2.6701	0.102																																											
			2	0.025	0.013	2.8122	0.245																																											
			3	-0.001	-0.006	2.8126	0.421																																											

Fonte: dados da pesquisa