

Manipulação informacional e ciclos econômicos: um estudo sobre empresas brasileiras em *financial distress*

Sabrina Harue Nakata

<https://orcid.org/0000-0001-5727-9274>

Márcia Bianchi

<https://orcid.org/0000-0002-7716-2767>

Patrícia Pain

<https://orcid.org/0000-0002-0660-226X>

Resumo

Objetivo: A pesquisa visa analisar os efeitos dos ciclos econômicos na relação do *financial distress* com o gerenciamento de impressão em empresas brasileiras.

Método: Ao analisar dados de empresas listadas na bolsa de valores brasileira, no período de 2010 a 2022, utilizou-se análise de conteúdo, estatística descritiva, testes de correlação entre as variáveis e regressão para dados em painel com auxílio das linguagens Python e R. Na determinação do ciclo econômico, foi utilizado o modelo de Schumpeter (1939), classificando as fases do ciclo pela variação do Produto Interno Bruto (PIB) do período. Para *financial distress*, foi aplicado o Z-Score de Altman et al. (1979), adaptado às empresas da amostra como forma de previsibilidade de falência. Já para a análise do gerenciamento de impressão, foi utilizada a métrica de tom narrativo desenvolvida por Henry (2008) em 2.640 relatórios da administração.

Resultados: Os resultados evidenciaram que empresas em *financial distress* apresentam relatórios da administração com tom mais negativo. Quando observadas as fases de recessão e contração do ciclo econômico, foi encontrada significância estatística na associação entre as variáveis de interesse. Esses achados corroboram os pressupostos da Teoria da Sinalização, uma vez que as empresas visam divulgar informações oportunamente, antecipam resultados negativos para mitigação de incertezas aos investidores e utilizam as divulgações como forma de reduzir a assimetria informacional.

Contribuições: Os resultados auxiliam os usuários da informação, tais como investidores, credores, órgãos reguladores, entre outros, na identificação de práticas de gerenciamento de impressão, e são utilizados como indicadores de qualidade da informação contábil, tornando o processo decisório mais assertivo.

Palavras-chave: Ciclo Econômico, *Financial Distress*, Gerenciamento de Impressão.

Editado em Português e Inglês. Versão original em Português.

Rodada 1: Recebido em 12/9/2024. Pedido de revisão em 25/11/2024. Rodada 2: Resubmetido em 17/12/2024. Aceito em 19/2/2025 por Vinícius Gomes Martins, Doutor (Editor assistente) e por Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima, Doutor (Editor). Publicado em 20/5/25. Organização responsável pelo periódico: Abracicon.

1 Introdução

O mercado financeiro alcança sua finalidade de forma eficiente quando há uma interação eficaz entre investidores e tomadores de recursos, o que contribui para o crescimento econômico e para a alocação eficiente de capital. O papel dos investidores, que dependem das informações fornecidas pelas empresas, é essencial nesse processo, já que as demonstrações contábeis servem como ferramentas para reduzir as incertezas que cercam as decisões de investimento (Assaf Neto, 2018; Malkiel, 2003). Para garantir uma comunicação eficaz, os gestores devem fornecer informações claras, precisas e transparentes, utilizando os relatórios financeiros e o espaço narrativo para enriquecer o conteúdo e a qualidade informacional reportada, permitindo uma compreensão mais fiel da situação da empresa (Gelbcke et al., 2018; Santos & Scarpin, 2011).

No entanto, a literatura revela que os gestores, por vezes, utilizam o espaço narrativo de forma estratégica para manipular a percepção dos usuários da informação. Esse comportamento envolve a distorção da realidade corporativa, visando moldar como os eventos e as circunstâncias da empresa são interpretados, influenciando a tomada de decisão do mercado (Shmakov, 2015). A manipulação informacional pode ocorrer de diversas maneiras, e a forma mais comum é o gerenciamento de impressão, que utiliza o tom narrativo e outros recursos discursivos para modificar a percepção externa sobre a saúde e a direção da empresa (Beattie & Jones, 2000; Merkl-Davies & Brennan, 2007).

Essas práticas de gerenciamento de impressão estão intimamente ligadas à Teoria da Sinalização (Spence, 1973), que sugere que as empresas, ao divulgarem informações financeiras, buscam reduzir a assimetria informacional e garantir que o mercado compreenda corretamente sua situação e suas perspectivas futuras. No contexto dessa teoria, os sinais emitidos pela empresa não apenas comunicam dados objetivos, mas também representam sua capacidade de gestão e sua viabilidade econômica. A sinalização, portanto, serve como uma ferramenta para diminuir as incertezas no mercado, uma vez que as informações disponibilizadas servem para reduzir os riscos e fornecer elementos necessários para as decisões de investimento (Milgrom & Roberts, 1992; Zimmerman, 2008). No caso do gerenciamento de impressão, a sinalização é utilizada para suavizar ou distorcer a realidade, de modo a preservar a imagem organizacional, principalmente quando a empresa enfrenta dificuldades financeiras.

Em situações de *financial distress*, que se referem ao estado de dificuldades financeiras em que a empresa não consegue mais cumprir suas obrigações financeiras, o uso do gerenciamento de impressão torna-se ainda mais relevante. Nesse contexto, as empresas recorrem frequentemente a práticas de ofuscação ou atribuição de falhas externas à sua gestão, como forma de proteger sua reputação no mercado e garantir a confiança de investidores e credores (Baldwin & Mason, 1983; Merkl-Davies & Brennan, 2007). A condição de *financial distress* pode levar a uma deterioração contínua das operações da empresa, resultando em falhas no cumprimento das obrigações financeiras e, em casos mais graves, na falência ou liquidação da empresa (Lemes et al., 2010; Platt & Platt, 2002). Nesse cenário, a utilização do tom narrativo negativo ou da ocultação de informações desfavoráveis torna-se uma estratégia de sinalização, a fim de manter a imagem da empresa diante do mercado.

A Teoria da Sinalização explica que as empresas, diante de um cenário adverso, podem utilizar o gerenciamento de impressão para transmitir sinais de estabilidade e confiança ao mercado. Isso é especialmente relevante em momentos de *financial distress*, pois a divulgação de informações com tom otimista pode ser uma estratégia para suavizar as expectativas do mercado e evitar uma queda no preço das ações ou uma perda de confiança dos investidores (Milgrom & Roberts, 1992; Morris, 1987). A manipulação do tom narrativo, portanto, não é apenas uma questão de estarmos lidando com informações estratégicas, mas também de como esses sinais são percebidos pelos investidores, os quais, muitas vezes, tomam decisões com base na sinalização oferecida pela empresa (Healy & Palepu, 2001).

Além das motivações internas, fatores externos, como o ciclo econômico, também desempenham um papel crucial na dinâmica entre *financial distress* e gerenciamento de impressão. O ciclo econômico é composto de flutuações na atividade econômica, incluindo as fases de expansão, recessão, contração e recuperação (Burns & Mitchell, 1946; Schumpeter, 1939). A oscilação do Produto Interno Bruto (PIB) e as mudanças nas condições macroeconômicas influenciam diretamente o desempenho financeiro das empresas e, por conseguinte, o comportamento dos gestores na divulgação de suas informações. Em períodos de crescimento econômico (expansão e recuperação), as empresas tendem a adotar uma postura mais otimista em suas comunicações, com relatórios que refletem uma percepção positiva sobre seu desempenho e perspectivas. Já em fases de recessão e contração, as dificuldades financeiras aumentam, o que pode levar as empresas a adotarem um tom mais cauteloso ou negativo em suas divulgações (Hannan & Freeman, 1984; Paulo & Mota, 2019).

Esse efeito do ciclo econômico sobre o gerenciamento de impressão reflete-se diretamente nas práticas de comunicação das empresas, que ajustam o tom de suas mensagens conforme as fases do ciclo econômico. A literatura sugere que, em tempos de recessão, quando o desempenho econômico da empresa pode ser afetado negativamente, os gestores utilizam o tom narrativo de maneira mais negativa, atribuindo frequentemente o mau desempenho à situação econômica externa, buscando justificar seus resultados (Cavalca et al., 2017; Patelli & Pedrini, 2014). Em contraste, durante fases de expansão, é possível que o tom narrativo seja mais positivo, visando destacar as conquistas e reforçar a imagem positiva da empresa (Moreno & Jones, 2022; Schumpeter, 1939).

Dessa forma, este estudo busca preencher uma lacuna de pesquisa relacionada à análise das interações entre ciclos econômicos, *financial distress* e gerenciamento de impressão em empresas brasileiras, sob a perspectiva da Teoria da Sinalização. A presente pesquisa visa analisar os efeitos dos ciclos econômicos na relação do *financial distress* com o gerenciamento de impressão em empresas brasileiras, utilizando dados de empresas listadas na bolsa de valores brasileira, no período de 2010 a 2022.

Os principais resultados da pesquisa confirmam uma relação significativa e negativa entre o *financial distress* e o tom narrativo dos relatórios de administração, indicando que empresas em dificuldades financeiras tendem a adotar um tom mais negativo em suas divulgações. Além disso, não foi observada uma influência estatisticamente significativa das fases do ciclo econômico sobre essa relação, o que contradiz a expectativa de que o cenário macroeconômico alteraria as práticas de gerenciamento de impressão em momentos de *financial distress*. Contudo, as fases de recessão e contração mostraram relação negativa significativa com o tom narrativo, o que sugere que as empresas reduzem os esforços para impressionar os acionistas em períodos de dificuldades econômicas (queda do PIB), ao adotar um tom mais realista sobre sua situação financeira. Esses achados reforçam a aplicação da Teoria da Sinalização, pois demonstram que as empresas, ao divulgarem informações de forma oportuna e antecipada, buscam reduzir as incertezas e a assimetria informacional entre gestores e investidores.

Ao destacar o papel crítico do ambiente econômico, o estudo contribui para compreender como variáveis externas afetam a qualidade da informação contábil, especialmente em um cenário caracterizado por alta assimetria informacional e instabilidade econômica. Os resultados desta pesquisa podem auxiliar investidores, credores e reguladores a identificarem padrões de manipulação informacional e viés narrativo, bem como a promoverem decisões mais assertivas. Além disso, ao explorar a interação entre variáveis econômicas e organizacionais no contexto brasileiro, o estudo contribui para o avanço da literatura contábil, visto que oferece uma visão mais ampla sobre como forças externas moldam as práticas gerenciais em momentos de instabilidade.

2 Referencial teórico

Sob a ótica da Teoria da Sinalização, na perspectiva da empresa como sinalizadora, os sinais são formas de mitigação de incertezas sobre a produtividade e viabilidade organizacional, evidenciando a capacidade da gestão empresarial (Spence, 1973; Zimmerman, 2008). A sinalização é uma forma de comunicar ao mercado informações privadas de forma oportuna (Milgrom & Roberts, 1992). O momento oportuno de sinalização está vinculado à necessidade de redução da assimetria informacional entre as partes (Dalmácio et al., 2013; Morris, 1987), motivo pelo qual as empresas divulgam informações privadas aos usuários externos que, por não terem essas informações previamente, fazem todo o possível para obtê-las (Kreps, 2004). Para garantir níveis básicos de confiança, os usuários das informações do mercado utilizam as divulgações empresariais, avaliando eventos passados para predizerem o futuro por meio dos sinais emitidos pela gestão (Healy & Palepu, 2001). Logo, para melhores resultados e destaque competitivo, as empresas devem evidenciar ao mercado sua situação, sinalizando seu desempenho (Morris, 1987).

Uma análise da qualidade da gestão sob a lente teórica da Teoria da Sinalização foi realizada por Zhang e Wiersema (2009). Segundo os autores, a partir dos escândalos que envolveram a Enron, as empresas passaram a exigir declarações de seus *Chief Executive Officer* (CEOs), de forma que enviassem ao mercado sinais de credibilidade e de qualidade das demonstrações contábeis. Os resultados da pesquisa (Zhang & Wiersema, 2009) evidenciaram uma reação positiva nos casos em que o CEO sinalizou ao mercado maior participação acionária, tornando a empresa mais credível perante os investidores. Assim, observa-se a reação do mercado à forma de divulgação das informações.

Da mesma forma que a ideia oportunística do gerenciamento de resultados deriva de espaços discricionários em que a organização modifica como a informação contábil é reportada, o gerenciamento de impressão é conceituado como a forma narrativa de influenciar a percepção dos usuários da informação sobre os fatos empresariais (Shmakov, 2015). Advindo da psicologia social, é uma forma de manipulação informativa a qual utiliza palavras, gráficos e/ou imagens que não representam fidedignamente a situação empresarial, ou ainda que sejam divulgadas como forma de ofuscação ou atribuição de resultados (Beattie & Jones, 2000).

O gerenciamento de impressão pode ser definido como uma “arquitetura de escolhas” motivada pelo fato de que o investidor é impactado pela forma como as informações são expostas, instigando seu posicionamento diante das divulgações (Henry & Peytcheva, 2018; Thaler & Sustein, 2009). As exigências do mercado fazem os gestores muitas vezes optarem por transparecer uma realidade diferente da verdadeira para garantir a manutenção da imagem corporativa (Hines, 1988). Logo, o objetivo de gerenciar impressão é obter controle sobre como os eventos corporativos, e suas consequências chegam aos usuários da informação (Schlenker, 1980) mediante o envio de sinais – reais ou não – ao mercado, atendendo às demandas do ambiente em que a organização está inserida (Mendonça & Amarantino-de-Andrade, 2003).

A modificação da percepção do receptor da informação pode ser realizada por meio da atribuição ou da ocultação, com ênfase aos resultados positivos e vinculando-os à organização ou separando os resultados negativos da imagem corporativa, garantindo sua credibilidade no mercado (Merkl-Davies & Brennan, 2007). A atribuição ou ocultação de informações também é gerenciada pela utilização de linguagens mais complexas, dificultando o acesso à informação ou repetindo informações durante o texto para reforçar pontos positivos da organização (Brennan et al., 2009; Merkl-Davies & Brennan, 2007). Estudos evidenciam que práticas de gerenciamento de impressão e gerenciamento de resultados tendem a ser complementares, principalmente por estarem relacionadas ao objetivo empresarial de modificação de percepções (Cavalheiro, 2019).

Um compilado de estudos envolvendo gerenciamento de impressão demonstram que empresas com lucros baixos apresentam relatórios anuais mais complexos textualmente quando comparados com aqueles apresentados por empresas com lucros positivos e persistentes (Li, 2008), e há menor legibilidade nos relatórios de tom pessimista quando comparado aos relatórios de tom otimista (Bernardes et al., 2018). Ainda foi observado que a associação sobre a dificuldade de leitura e o tom narrativo dos relatórios também varia, quando observados os setores de atuação das empresas (Efretuei, 2021), bem como há uma reação positiva do mercado ao tom e às ênfases apresentadas em relatórios de auditoria externa (Souza & Nardi, 2018).

O impacto do mercado financeiro no crescimento econômico serve de ferramenta para conectar investidores e tomadores de recursos; assim, faz-se necessário o fornecimento de informações robustas que assegurem os usuários da informação nas suas decisões de investimento (Assaf Neto, 2018; Malkiel, 2003; Souza & Nardi, 2018). Para garantir a continuidade operacional em meio a um mercado de desenvolvimento tecnológico constante e à alta competitividade, as empresas acatam decisões gerenciais mais agressivas, o que por vezes ameaça sua viabilidade econômica e financeira (Parkinson, 2018).

Ainda que inicialmente as instabilidades financeiras gerem pouco reflexo financeiro, essa ameaça pode se transformar em falta de liquidez e descumprimento de obrigações, assumindo nesse cenário que a insolvência empresarial (Altman & Hotchkiss, 2010), conceituada como a apresentação de fluxos de caixa inferiores aos compromissos futuros de longo prazo da empresa (Whitaker, 1999). A falta de capacidade de cumprimento dessas obrigações ocasiona violações de acordos de dívidas e até mesmo redução de dividendos, fatores que caracterizam um estado de *financial distress* na empresa (Baldwin & Mason, 1983). Esse estado é considerado como um estágio tardio de declínio que pode estar relacionado a um conjunto de fatores ambientais e organizacionais (Madeira, 2003).

Os primeiros modelos preditivos de insolvência basearam-se em Beaver (1966), utilizando análise univariada. A análise multivariada para prever insolvência foi desenvolvida posteriormente por Altman (1968) por meio do *Z-Score*, considerado um dos principais modelos de previsão de insolvência para auxiliar os usuários a compreenderem a situação financeira da empresa (Altman et al., 2017). Em 1979, o modelo foi adaptado para a realidade brasileira (Altman et al., 1979), o que resultou na alteração de variáveis para melhor comparabilidade e aplicabilidade no cenário emergente. Essa adaptação foi utilizada em estudos brasileiros como Martins e Ventura (2020), os quais analisaram a previsibilidade de falência de empresas e relatórios fraudulentos, e significância de mecanismos de governança corporativa com as *proxies* utilizadas para *financial distress*.

Considerando que as informações contábeis devem ser divulgadas de forma clara e fidedigna (Santos & Scarpin, 2011) e que a empresa precisa repassar informações oportunamente, conforme as expectativas do mercado (Milgrom & Roberts, 1992), é possível a existência de inconsistências entre o discurso narrativo das demonstrações e os resultados financeiros da organização, influenciando o usuário à compreensão equivocada da situação empresarial (Hooghiemstra, 2000; Merkl-Davies & Brennan, 2007; Shmakov, 2015). Tendo em vista que empresas com problemas financeiros se inclinam a gerenciar o tom de suas comunicações (Bernardes et al., 2018; Cavalheiro, 2019; Efretuei, 2021; Li, 2008), e que uma das principais motivações para a utilização de gerenciamento de impressão é o controle da reação do mercado a eventos empresariais (Schlenker, 1980), foi construída a Hipótese 1 deste estudo:

Hipótese 1 (H1): Empresas em *financial distress* utilizam tom narrativo mais negativo em seus relatórios de administração

O preço das ações e, conseqüentemente, o valor das empresas no mercado de capitais são resultado de expectativas racionais de investidores sobre o valor econômico e os fluxos de caixa futuros das empresas negociadas (Halling & Zechner, 2016). Questões macroeconômicas, tais como a variabilidade do Produto Interno Bruto (PIB), representam mudanças na atividade econômica dos países e afetam decisões de investimento de modo geral (Burns & Mitchell, 1946; Schumpeter, 1939). Estudiosos como Schumpeter (1939) e Burns e Mitchell (1946) analisaram as flutuações do PIB e seus reflexos econômicos como um ciclo de movimentos que tende a influenciar a tomada de decisão dos investidores.

O ciclo econômico é composto por flutuações, não simétricas e imprevisíveis, das atividades econômicas do país (Burns & Mitchell, 1946). Dessa forma, não se apresentam valores lineares e contínuos, mas picos e vales, os quais são determinados pela variação do PIB, tendo como referência sua média no determinado período (Schumpeter, 1939). As quatro fases são: expansão, recuperação, recessão e contração; as duas primeiras representam crescimento da atividade econômica, enquanto as outras duas representam sua redução (Schumpeter, 1939). A fase de expansão no ciclo econômico é marcada pelo alto nível de atividade econômica, enquanto a fase de recessão evidencia uma queda significativa de tal atividade (Knoop, 2010). Entre essas fases extremas, encontram-se a contração e a recuperação, que se tornam ligações entre os picos e vales, dando origem ao ciclo econômico completo (Knoop, 2010; Paulo & Mota, 2019; Schumpeter, 1939).

Dessa forma, observa-se que o cenário macroeconômico tende a influenciar a assimetria informacional, dado que cenários de crise impactam diretamente o desempenho empresarial, nas formas de gerenciamento de resultados e na manipulação informacional (Cavalca et al. 2017; Habib et al., 2013; Halling & Zechner, 2016; Paulo & Mota, 2019; Trombetta & Imperatore, 2014). O impacto das questões macroeconômicas também é evidenciado em pesquisas que demonstram que, em momentos de crise econômica, o discurso do CEO tende a ser congruente com o desempenho apresentado (Patelli & Pedrini, 2014), bem como modifica as formas de gerenciamento de impressão e justifica seus resultados ao cenário econômico apresentado (Moreno & Jones, 2022).

Questões macroeconômicas influenciam diretamente as decisões de investimentos. Uma das métricas que pode ser utilizada como parâmetro do desenvolvimento econômico ou da instabilidade da atividade econômica do país é o Produto Interno Bruto (PIB) (Burns & Mitchell, 1946; Schumpeter, 1939). A oscilação do PIB em relação à média dos valores no período ocasiona um comportamento não linear e cíclico, definido como ciclo econômico (Burns & Mitchell, 1946; Knoop, 2010; Schumpeter, 1939). Tendo em vista o objetivo de controlar reações do mercado (Schlenker, 1980) e a comunicação oportuna de informações aos investidores como forma de sinalização reputacional das empresas (Milgrom & Roberts, 1992), é possível que o cenário macroeconômico modifique as expectativas do mercado e, assim, influencie a relação do *financial distress* com o gerenciamento de impressão.

Uma vez existentes as exigências sociais, culturais e econômicas no mercado, uma das motivações dos gestores no gerenciamento de impressão é a construção, ou até mesmo manutenção, da imagem organizacional diante de incertezas (Hines, 1988; Michelon, 2012). Logo, os gestores tendem a sinalizar ao mercado uma situação que atenda às expectativas, no intuito de manter seu posicionamento competitivo (Mendonça & Amarantino-de-Andrade, 2003). De forma mais específica, faz sentido esperar que empresas utilizem técnicas de gerenciamento de impressão para validar seu posicionamento crescente quando o cenário macroeconômico estiver em crescimento, já que essas situações influenciam a tomada de decisão do investidor (Burns & Mitchell, 1946; Merkl-Davies & Brennan, 2007; Schumpeter, 1939). Com isso, destaca-se a Hipótese 2a da pesquisa:

Hipótese 2a (H2a): Nas fases de expansão e recuperação do ciclo econômico, empresas em *financial distress* utilizam tom narrativo positivo nos relatórios da administração.

Por outro lado, quando o cenário econômico se mostra em queda de atividade econômica, uma maior instabilidade no desempenho financeiro das organizações pode sugerir a adoção de práticas diferenciadas para gerenciamento de impressão (Cavalca et al., 2017; Moreno & Jones, 2022). Logo, as pesquisas demonstram que há alteração no posicionamento empresarial diante das oscilações do cenário econômico (Cavalca et al., 2017; Moreno & Jones, 2022; Patelli & Pedrini, 2014; Paulo & Mota, 2019). Estudos evidenciaram que não somente o tom do gestor tende a se alterar em momentos de crise, mas ainda se torna condizente com o desempenho, ainda que insatisfatório (Patelli & Pedrini, 2014). Assim, apresenta-se a Hipótese 2b da pesquisa:

Hipótese 2b (H2b): Nas fases de contração e recessão do ciclo econômico, empresas em *financial distress* utilizam tom narrativo negativo nos relatórios de administração.

3 Procedimentos metodológicos

A pesquisa, classificada como quantitativa, descritiva e documental, analisa dados referentes ao período de 2010 a 2022 e justifica-se pela convergência do Brasil às normas internacionais de contabilidade, resultando em maior comparabilidade e, por consequência, maior qualidade da informação (Santos et al., 2014). A operacionalização da pesquisa foi realizada por meio de estatística descritiva, análise de correlação e regressão linear múltipla para dados em painel. As informações financeiras das empresas foram coletadas no banco de dados da Refinitiv®, e os relatórios da administração das empresas foram coletados no site das empresas da amostra, nos meses de junho e julho de 2023, conforme disponibilidade. Houve o total de 3.096 relatórios analisados para verificação da variável dependente da pesquisa. A amostra final teve 2.640 observações de empresas não financeiras. As empresas do setor financeiro foram excluídas, pois, conforme preceituam Altman et al. (2017), o modelo utilizado para determinar o *financial distress* não é aplicável a esse setor. A amostra considerou apenas as empresas com exercícios encerrados em 31 de dezembro.

No que concerne ao tratamento e à análise dos dados, foi utilizada análise de conteúdo por meio da identificação, tanto das palavras positivas e negativas (Carlsson & Lamti, 2015; Cavalheiro, 2019; Henry, 2008), quanto do índice de legibilidade dos documentos (Borges & Rech, 2019). Esta ocorreu de forma automatizada por meio da linguagem Python, empregando a biblioteca de *Natural Language Processing* (NLP), que utiliza por base algoritmos de inteligência artificial.

A linguagem Python foi programada para identificar palavras contidas nos relatórios das empresas da amostra, com base no dicionário de Henry (2008), complementado por Carlsson e Lamti (2015) e com tradução para o português validada por três especialistas da área na pesquisa desenvolvida por Cavalheiro (2019). Para obter o tom narrativo dos relatórios, foi utilizada a equação desenvolvida por Henry (2008) (Equação 1). Os resultados obtidos na Equação 1 variam em um intervalo de -1 a 1, indicando viés positivo para valores superiores a 0 e viés negativo para valores inferiores a 0, sendo 0 indicio de construção neutra do relatório (Carlsson & Lamti, 2015).

$$TOM = (\sum \text{palavras positivas} - \sum \text{palavras negativas}) / \sum \text{palavras positivas e negativas} \quad (1)$$

O *financial distress* foi determinado utilizando o Z-Score de Altman et al. (1979), calculado para as empresas da amostra, tornando os coeficientes mais adequados à realidade estudada, tal como realizado na pesquisa de Martins e Ventura (2020). Inicialmente se faz necessária a verificação de insolvência das empresas, optando-se pela verificação de insolvência baseada em saldo, a qual utiliza variáveis contábeis, sendo um indicativo de passivo total maior que ativo total - patrimônio líquido negativo (Altman & Hotchkiss, 2010). Dessa forma, a variável foi tratada como *dummy* assumindo valor 1 quando o valor do patrimônio líquido apurado foi negativo e 0 quando positivo.

Os valores de insolvência por saldo foram trabalhados como variável dependente em regressão logística (Equação 2), possibilitando a obtenção de betas adequados à realidade da amostra (Equação 3).

$$\ln \left[\frac{P(Z\text{-score})}{1-P(Z\text{-score})} \right] = \alpha + \beta_1(X1) + \beta_2(X3) + \beta_3(X4) + \beta_4(X5) + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$\ln \left[\frac{P(Z\text{-score})}{1-P(Z\text{-score})} \right] = \hat{\alpha} + \hat{\beta}_1(X1) + \hat{\beta}_2(X3) + \hat{\beta}_3(X4) + \hat{\beta}_4(X5) \quad (3)$$

Em que: X1 = (ativo circulante – passivo circulante)/ativo total; X3 = lucro antes dos juros e impostos/ativo total; X4 = valor de mercado/exigível total; X5 = vendas/ativo total.

Para a estimação dos coeficientes utilizados no cálculo do Z-Score (Equação 4), foi estimado o modelo de Altman et al. (1979) (Equação 2).

$$\ln \left[\frac{P(Z\text{-score})}{1-P(Z\text{-score})} \right] = -2,79295 + (-6,14904 * X1) + (-6,31415 * X3) + (-0,09649 * X4) + 0,68049 * X5 \quad (4)$$

Foram utilizadas três formas diferentes de análise para o Z-Score. A primeira, denominada propriamente de Z-Score, considerou o valor obtido para cada observação. Posteriormente, criou-se uma *dummy* (FDDummy) com valor 1 para as observações com valores iguais ou superiores a 0,8, e valor 0 para as demais. O parâmetro de insolvência pelo Z-Score baseou-se na metodologia de análise de Martins e Ventura (2020), classificando empresas com valores a partir de 0,80 como parte da amostra com possíveis problemas de continuidade, correspondendo a uma maior propensão à insolvência. Ainda, foi criada a variável contínua FDContínua, equivalente ao resultado da multiplicação do Z-Score pela FDDummy. Com isso, foi possível trabalhar também com o valor contínuo apenas para as empresas enquadradas como propensas à falência.

O ciclo econômico foi determinado com base no modelo de Schumpeter (1939), subdividido em fases de expansão, recessão, contração e recuperação, e adotou como métrica a variação trimestral do PIB em comparação à mediana deste para o período da análise. Para verificar a modificação de enquadramento de uma fase para outra, foi observada a recorrência de variação do PIB *per capita* negativo/positivo por, pelo menos, dois trimestres consecutivos (Knoop, 2010; Paulo & Mota, 2019). A Figura 1 apresenta graficamente a classificação do cenário brasileiro, conforme esse critério, nas quatro fases do ciclo econômico.

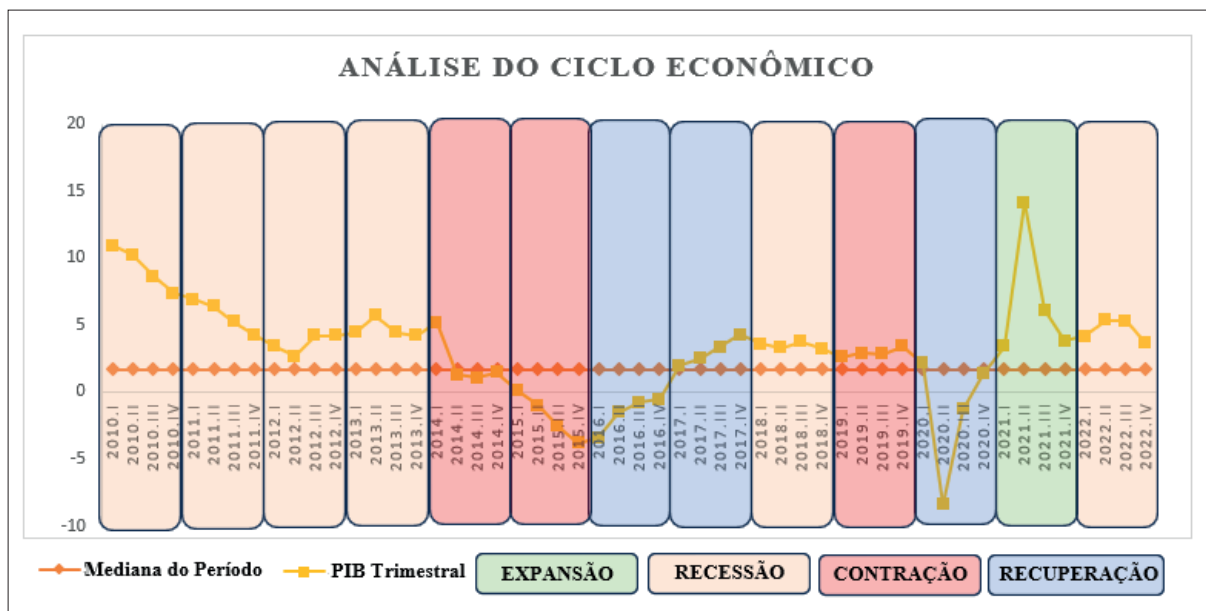


Figura 1 – Classificação do ciclo econômico para a amostra

Assim, considera-se contração a variação negativa do PIB acima da mediana do período e recuperação a variação positiva do PIB abaixo da média do período (Equação 5) (Schumpeter, 1939). As fases do ciclo econômico foram tratadas como variável categórica, sendo utilizada como referência a fase de expansão, tendo em vista que estudos apresentam que nesta fase específica há menores níveis de comparabilidade (Choi et al., 2021; Habib et al., 2013).

$$\Delta PIB_t = PIB_t - PIB_{t-1} \quad (5)$$

Nota: Condições para um ano ser classificado em alguma das fases: expansão – duas variações positivas consecutivas com o PIB acima da mediana ($\Delta PIB_{t-1} > 0 \wedge \Delta PIB_t > 0 \wedge PIB_t \geq \text{Mediana}_{2010-2022}$); recuperação – duas variações positivas consecutivas com o PIB abaixo da mediana ($\Delta PIB_{t-1} > 0 \wedge \Delta PIB_t > 0 \wedge PIB_t \leq \text{Mediana}_{2010-2022}$); contração – duas variações negativas consecutivas com o PIB ainda acima da mediana ($\Delta PIB_{t-1} < 0 \wedge \Delta PIB_t < 0 \wedge PIB_t \geq \text{Mediana}_{2010-2022}$); e recessão – duas variações negativas consecutivas com o PIB abaixo da mediana ($\Delta PIB_{t-1} < 0 \wedge \Delta PIB_t < 0 \wedge PIB_t \leq \text{Mediana}_{2010-2022}$).

Os controles adotados, bem como a literatura que suporta suas escolhas e os sinais esperados, constam na Tabela 1. As variáveis contínuas receberam tratamento para *outliers* com *winsorização* entre 1% e 99%. Foi realizada análise de correlação entre as variáveis para a percepção da possibilidade de existência de correlação entre as variáveis independentes e, de forma simultânea, todas as variáveis do modelo. O teste de Shapiro-Wilk objetivou determinar a normalidade, tendo que p-valor > 0,01 revela a presença de distribuição normal para as variáveis.

Tabela 1

Variáveis da Pesquisa

Dimensão	Sigla	Variável	Métrica	Suporte Teórico	Sinal Esperado	
Variável Dependente da Pesquisa						
Gerenciamento de Impressão	GI	TOM	[N.º Palavras Positivas – N.º Palavras Negativas] / [N.º Palavras Positivas + N.º Palavras Negativas]	Carlsson e Lamti (2015) e Henry (2008)	Não se aplica	
Variáveis Explicativas da Pesquisa						
	Z-Score		Z-Score = α + β1(X1) + β2(X3) + β3(X4) + β4(X5)			
Financial distress	FD	Contínua	Z-Score	Variável contínua para Z-Score ≥ 0,8	Altman et al. (1979) e Martins e Ventura (2020)	-
	FDDummy			Variável dummy para Z-Score ≥ 0,8		
Ciclo Econômico	CE	Expansão	$\Delta PIB_{t-1} > 0 \wedge \Delta PIB_t > 0 \wedge PIB_t \geq \text{Mediana}_{2010-2022}$	Choi et al. (2021); Habib et al. (2013), Knoop (2010), Paulo e Mota (2019) e Schumpeter (1939)	+	
		Recessão	$\Delta PIB_{t-1} < 0 \wedge \Delta PIB_t < 0 \wedge PIB_t \leq \text{Mediana}_{2010-2022}$		-	
		Contração	$\Delta PIB_{t-1} < 0 \wedge \Delta PIB_t < 0 \wedge PIB_t \geq \text{Mediana}_{2010-2022}$		-	
		Recuperação	$\Delta PIB_{t-1} > 0 \wedge \Delta PIB_t > 0 \wedge PIB_t \leq \text{Mediana}_{2010-2022}$		+	
Variáveis de Controle da Pesquisa						
Índice de Legibilidade	iLeg	Índice de Legibilidade	iLeg = 248,835 – (1,015*ASL) – (84,6*ASW)	Bernardes et al. (2018), Borges (2020), Efretuei (2021), Flesch (1948), Li (2008) e Martins et al. (1996)	+	
Retorno sobre o Ativo	ROA	Retorno sobre o Ativo	(Lucro Operacional/Ativo Total)	Carlsson e Lamti (2015) e Efretuei (2021)	+	
Resultado Financeiro	Res	Resultado Financeiro	Valor 1 para resultado positivo e 0 para resultado negativo	Efretuei (2021) e Patelli e Pedrini (2014)	+	
Auditor	Aud	Auditor	Variável categórica para as firmas <i>Big Four</i> de auditoria, tendo auditadas por não <i>Big Four</i> como referência	Almeida e Almeida (2009), Machado (2020), Nakao et al. (2017) e Souza e Nardi (2018).	+/-	
Tamanho da Empresa	Tam	Tamanho da Empresa	Logaritmo natural do ativo total	Carlsson e Lamti (2015), Coelho (2016) e Li (2010)	+	
Setor de Atuação	Set	Setor de Atuação	Variável categórica para o setor em que a empresa atua, conforme B3	Efretuei (2021)	+/-	
Regime Tributário Transitório	RTT	Regime Tributário Transitório	Valor 1 para período até 2014 e 0 para período posterior a 2014	Piazetta (2015)	+/-	

Foi utilizado o modelo de regressão com interação das fases do ciclo econômico, conforme equações 6, 7 e 8, reportadas nas análises como Mod_GI1, Mod_GI2 e Mod_GI3, respectivamente. Assim, observaram-se as relações individuais das variáveis de interesse e condicionadas a cada fase do ciclo econômico ($FDContínua_{it} * CE_{it}$, $FDDummy_{it} * CE_{it}$ e $Z-Score_{it} * CE_{it}$). Dessa forma, todas as hipóteses podem ser testadas com as três equações: β_1 testando $H1$ e β_{2-5} testando $H2a$ e $H2b$. Para essas interações, foi utilizada como fase de referência a expansão, a qual a literatura sobre o tema evidencia como a mais indicada (Choi et al., 2021; Habib et al., 2013).

$$GI_{it} = \beta + \beta_1 FDContínua_{it} + D_{1-4} CE_{it} + \beta_{2-5} FDContínua_{it} * CE_{it} + \beta_6 iLeg_{it} + \beta_7 ROA_{it} + D_5 Res_{it} + D_{6-9} Aud_{it} + \beta_8 Tam_{it} + D_{10} RTT_{it} + D_{11} Set_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$GI_{it} = \beta + \beta_1 FDDummy_{it} + D_{1-4} CE_{it} + \beta_{2-5} FDDummy_{it} * CE_{it} + \beta_6 iLeg_{it} + \beta_7 ROA_{it} + D_5 Res_{it} + D_{6-9} Aud_{it} + \beta_8 Tam_{it} + D_{10} RTT_{it} + D_{11} Set_{it} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

$$GI_{it} = \beta + \beta_1 Z-Score_{it} + D_{1-4} CE_{it} + \beta_{2-5} Z-Score_{it} * CE_{it} + \beta_6 iLeg_{it} + \beta_7 ROA_{it} + D_5 Res_{it} + D_{6-9} Aud_{it} + \beta_8 Tam_{it} + D_{10} RTT_{it} + D_{11} Set_{it} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

Em que: GI_{it} = representa o tom narrativo dos relatórios de administração, conforme Equação 1, para a empresa i no período t ; β = intercepto; $FDContínua_{it}$ = representa a variável *financial distress* de forma contínua para valores iguais ou maiores que 0,8 para a empresa i no período t ; $FDDummy_{it}$ = representa a variável *financial distress* como *dummy* de valor 1 para valores iguais ou maiores que 0,8, e 0 para os demais valores, para a empresa i no período t ; $Z-Score_{it}$ = representa a variável *financial distress* de forma contínua ao valor obtido na Equação 4, para a empresa i no período t ; CE_{it} = representa o ciclo econômico para a empresa i no período t , sendo as fases de expansão, recessão, contração e recuperação, tendo expansão como a fase de referência; ε_{it} = erro da regressão.

Inicialmente foram estimados os modelos Pooled, Efeitos Aleatórios e Efeitos, realizando os Testes de Chow, Breusch-Pagan e de Hausman para decidir sobre o modelo mais adequado (Fávero & Belfiore, 2024). Para validação dos pressupostos do modelo de regressão, foram realizados o teste de Anderson-Darling para presença de distribuição normal, o teste de Breusch-Pagan para homoscedasticidade dos resíduos, o teste do Fator de Inflação da Variância (VIF) para multicolinearidade e o teste de Breusch-Godfrey/Wooldridge para teste de Correlação Serial. As regressões do presente estudo não apresentaram problemas de multicolinearidade. Os problemas identificados foram tratados por estatísticas robustas, usadas para fornecer inferências mais confiáveis quando as suposições de homocedasticidade (variância constante) e normalidade dos resíduos são violadas.

4 Análise e interpretação dos resultados

Primeiramente, as variáveis da pesquisa foram analisadas por meio de estatística descritiva, segregadas por observações de empresas classificadas como em *financial distress* (FD (1)) e empresas financeiramente saudáveis (FD (0)). Esses resultados estão detalhados na Tabela 2 e são discutidos na sequência.

Tabela 2

Estatística Descritiva das Variáveis Contínuas

		TOM	Z-Score	TOM_w	Z-Score_w	iLeg_w	ROA_w	Tam_w
FD (0)	Mediana	0,05	0,03	0,05	0,03	-11,46	0,07	20,44
	Média	0,06	0,06	0,06	0,06	-13,33	0,07	20,39
	Desvio-Padrão	0,23	0,11	0,21	0,11	17,65	0,11	1,83
	Mínima	-1,00	0,00	-0,45	0,00	-114,57	-0,58	15,11
	Máxima	1,00	0,79	0,71	0,79	23,68	0,41	23,98
FD (1)	Mediana	0,00	0,98	0,00	0,98	-12,48	-0,08	18,10
	Média	-0,04	0,95	-0,04	0,95	-14,56	-0,14	18,19
	Desvio-Padrão	0,17	0,06	0,16	0,06	10,86	0,24	1,77
	Mínima	-0,53	0,8	0,45	0,80	-37,31	-0,58	15,11
	Máxima	0,24	1,00	0,24	1,00	23,68	0,41	23,57
Obs.		2.640	2.640	2.640	2.640	2.640	2.640	2.640
P-Valor		<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	0,3	<0,001	<0,001

Nota: TOM: Tom narrativo dos Relatórios de Administração; Z-Score: variável contínua para o Z-Score das empresas; TOM_w: Tom narrativo dos Relatórios de Administração winsorizado de 1% a 99%; Z-Score_w: variável contínua para o Z-Score das empresas winsorizado de 1% a 99%; iLeg_w: Índice de Legibilidade winsorizado de 1% a 99%; ROA_w: retorno sobre o Ativo winsorizado de 1% a 99%; Tam_w: tamanho da empresa winsorizado de 1% a 99%; FD(0): observações não enquadradas como em *financial distress*; FD(1): observações enquadradas como em *financial distress*.

O TOM dos relatórios de empresas saudáveis (FD(0)) demonstra média de 0,06, enquanto os de empresas em *financial distress* (FD(1)) apresentam média de -0,04. Essa diferença significativa ($p\text{-valor} < 0,001$) indica que os relatórios da administração que possuem maior propensão à falência apresentam tom narrativo mais negativo. Entretanto, ao analisar a mínima e a máxima das observações das empresas saudáveis, observa-se que atingiu o valor máximo previsto pela equação de Henry (2008). Isso significa que a amplitude do tom narrativo nos relatórios dessa parte da amostra é máxima, incluindo relatórios que não apresentam palavras negativas ou positivas.

Quanto à variável Z-Score, os valores de mínimo e máximo são congruentes ao corte definido para classificação do modelo, tendo em vista que apenas foram consideradas como empresas em *financial distress* aquelas que apresentaram valores iguais ou superiores a 0,8 (Z-Score). A mediana e a média elevadas para empresas em *financial distress* evidenciam poucas observações próximas à linha de corte. Entretanto, os valores de mediana e média das empresas saudáveis demonstram concentração de scores de probabilidade significativamente baixos.

O índice de legibilidade dos relatórios destaca-se pela quantidade de resultados negativos. Segundo a metodologia *Flesch*, quanto menor for o valor, mais complexo o relatório é, ou seja, menor é sua legibilidade. Ainda que a média e a mediana das observações de empresas em *financial distress* e empresas saudáveis sejam próximas, nota-se que as suas mínimas e máximas apresentam valores bem diferentes. A mínima de -114,57 para legibilidade de relatórios em empresas saudáveis é três vezes menor que a mínima de empresas em *financial distress* -37,31.

Ao analisar as variáveis por fase do ciclo econômico (Tabela 3), observa-se uma pequena alteração no comportamento da variável TOM nas fases de contração e recuperação. No cenário econômico de contração, observa-se que a mínima dos relatórios chega a -0,50, ou seja, nessa fase não constam relatórios que apresentem o limite de tom negativo, como nas outras fases do ciclo. Ainda, na fase de recuperação, a mediana apresenta valor 0,00 e a média 0,04, que sugere maior concentração de relatórios com tom positivo.

Tabela 3

Estatística Descritiva das Variáveis por Fase do Ciclo Econômico

		Expansão	Recessão	Contração	Recuperação
TOM	Mediana	0,05	0,05	0,05	0,00
	Média	0,06	0,05	0,06	0,04
	Desvio-Padrão	0,24	0,22	0,21	0,22
	Mínima	-1,00	-1,00	-0,50	-1,00
	Máxima	1,00	1,00	1,00	1,00
Z-Score	Mediana	0,03	0,03	0,02	0,03
	Média	0,08	0,10	0,09	0,10
	Desvio-Padrão	0,19	0,21	0,21	0,20
	Mínima	0,00	0,00	0,00	0,00
	Máxima	1,00	1,00	1,00	1,00
iLeg	Mediana	-11,48	-11,57	-10,23	-12,46
	Média	-13,91	-13,19	-11,51	-13,53
	Desvio-Padrão	18,41	18,50	13,14	16,17
	Mínima	-114,57	-114,57	-82,04	-114,57
	Máxima	23,68	23,68	23,68	23,68
Observações		290	1.072	678	600

Nota: TOM: Tom narrativo dos Relatórios de Administração; Z-Score: variável contínua para o Z-Score das empresas; iLeg: Índice de Legibilidade.

Outra variável de destaque, quando analisada individualmente em cada fase do ciclo econômico, é a variável iLeg. De forma geral, apresentam-se valores de máxima, mínima e desvio-padrão homogêneos nas fases, à exceção da fase de contração, em que é observada uma mínima de -82,04, enquanto os valores mínimos das demais fases são aproximadamente 40% menores. Isso significa que, nesta fase, os relatórios são considerados menos complexos que nas demais. Ainda, o desvio-padrão menor também indica maior homogeneidade próximo à média.

Os resultados das análises de regressão são apresentados na Tabela 4. Destaca-se que, conforme apresentado na seção de procedimentos metodológicos, a diferenciação entre os modelos está na forma de apresentação/mensuração da variável de *financial distress*, utilizada para analisar a probabilidade de falência das empresas da amostra por meio do Z-score. No primeiro modelo (Mod_GI1), é utilizado o valor de Z-Score apenas das empresas que possuem valores iguais ou superiores a 0,8. No segundo modelo (Mod_GI2), é utilizada uma *dummy* de valor 1 para empresas com valor de Z-Score igual ou maior que 0,8, e de valor 0 para as demais. Já no terceiro modelo (Mod_GI3), é utilizado o valor contínuo encontrado para o Z-Score, variando de 0 a 1. Cabe também destacar que consideramos os resultados significativos até 10%, o que implica um menor poder explicativo das variáveis independentes em comparação com estudos anteriores que encontraram coeficientes significativos de até 5%.

Tabela 4

Regressões com Amostra Integral

	S.E.	Mod_GI1	Mod_GI2	Mod_GI3
Intercepto		-0,493 *** (0,086)	-0,494 *** (0,086)	-0,464 *** (0,087)
FDContínua	H1(-)	-0,008 (0,024)		
FDDummy	H1(-)		-0,008 (0,022)	
Z-Score	H1(-)			-0,045 * (0,026)
Recessão	(-)	-0,019 ** (0,008)	-0,019 ** (0,008)	-0,022 *** (0,008)
Recuperação	(+)	0,004 (0,007)	0,004 (0,007)	0,003 (0,007)
Contração	(-)	-0,022 *** (0,007)	-0,022 *** (0,007)	-0,023 *** (0,007)
FDContínua*Recuperação	H2a(+)	0,021 (0,041)		
FDContínua*Recessão	H2b(-)	0,021 (0,036)		
FDContínua*Contração	H2b(-)	0,030 (0,032)		
FDDummy*Recuperação	H2a(+)		0,021 (0,039)	
FDDummy*Recessão	H2b(-)		0,019 (0,034)	
FDDummy*Contração	H2b(-)		0,027 (0,030)	
Z-Score*Recuperação	H2a(+)			0,036 (0,038)
Z-Score*Recessão	H2b(-)			0,009 (0,033)
Z-Score*Contração	H2b(-)			0,033 (0,029)
iLeg	(+)	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)
ROA	(+)	0,053 (0,039)	0,053 (0,039)	0,032 (0,040)
Res	(+)	0,018 * (0,010)	0,018 * (0,010)	0,016 * (0,010)
EY	(+/-)	0,007 (0,010)	0,007 (0,010)	0,006 (0,010)
PWC	(+/-)	-0,015 (0,010)	-0,015 (0,010)	-0,015 (0,010)
DELOITTE	(+/-)	-0,008 (0,009)	-0,008 (0,009)	-0,009 (0,009)
KPMG	(+/-)	0,004 (0,009)	0,004 (0,009)	0,004 (0,009)
Tam	(+)	0,026 *** (0,004)	0,026 *** (0,004)	0,024 *** (0,004)
RTT	(+/-)	0,035 *** (0,008)	0,035 *** (0,008)	0,035 *** (0,008)
Observações		2.441	2.441	2.441
R2 Ajustado		0,043	0,043	0,044
P-Valor		0,000	0,000	0,000
Painel		Efeitos Aleatórios	Efeitos Aleatórios	Efeitos Aleatórios
EF de Ano		Sim	Sim	Sim
EF de Empresa		Sim	Sim	Sim

Nota: ***, **, * é significativa a 1%, 5% e 10%, respectivamente. Erros-padrões robustos, com correção robusta de White para correção de problemas de heterocedasticidade e com Clusterização para correção de problemas de correlação serial. FDContínua: variável *financial distress* de forma; FDDummy: variável *financial distress* como *dummy*; Z-Score: variável contínua para o Z-Score das empresas; iLeg: Índice de Legibilidade; ROA: Retorno sobre o Ativo; Res: Resultado financeiro da empresa; Tam: tamanho da empresa; RTT: Regime Tributário Transitório. EF: Efeito fixo. S.E.: sinal esperado.

No que tange aos coeficientes significativos, o modelo Mod_GI3 apresenta coeficiente negativo e significativo a 10% para a variável Z-Score. Esse resultado evidencia uma relação inversamente proporcional entre o valor do Z-Score e o tom dos relatórios da administração, em que um aumento de uma unidade na variável Z-Score pode significar redução de 0,045 na variável TOM. Ainda, o desvio-padrão baixo de 0,026 indica pouca incerteza em torno da estimação do coeficiente. Logo, interpreta-se que, quanto maior a probabilidade de falência da empresa (Z-Score), mais negativo é o tom utilizado nos relatórios.

Assim, observa-se, por meio dos resultados da pesquisa, que os gestores divulgam informações, mesmo que incondizentes com as expectativas do mercado, como uma forma de agregar segurança à imagem organizacional, como evidenciado sob a ótica da atribuição do gerenciamento de impressão por Merkl-Davies e Brennan (2007). Os achados ainda corroboram a Teoria da Sinalização, uma vez que estudos seminais, como Morris (1987), Milgrom e Roberts (1992) e Zimmerman (2008), analisam a divulgação das informações como a emissão de sinais que representam a capacidade de gestão empresarial para lidar com momentos de incerteza, tornando a informação oportuna e sinalizando um desempenho fidedigno aos resultados empresariais.

Os resultados da pesquisa corroboram também outros estudos empíricos que evidenciaram que empresas em dificuldades financeiras apresentam informações aos usuários externos de forma condizente com seus resultados, seja como forma de expor credibilidade aos investidores (Zhang & Wiersema, 2009) ou de proteger incertezas do cenário instalado (Cavalca et al., 2017; Moreno & Jones, 2022; Patelli & Pedrini, 2014). Com esses achados, é possível confirmar a Hipótese 1 (H1) da pesquisa, que pressupõe que empresas em *financial distress* utilizem tom narrativo mais negativo em seus relatórios de administração.

A análise quanto ao ciclo econômico evidencia relação negativa em todas as fases para os três modelos analisados. Entretanto, apenas as fases de recessão e contração foram significativas entre 1% e 5%. Esses achados são condizentes com a literatura, uma vez que questões macroeconômicas afetam as decisões dos investidores (Burns & Mitchell, 1946; Schumpeter, 1939) e, dadas às incertezas e perspectivas desfavoráveis das fases do ciclo econômico que se encontram com declínio do PIB (recessão e contração), as empresas reduzem os incentivos para impressionar os acionistas e assumem a realidade da sua operação (Patelli & Pedrini, 2014).

Pela lente da Teoria da Sinalização e dos estudos seminais sobre gerenciamento de impressão, a empresa pode utilizar tal situação econômica para dar ênfase aos resultados negativos já esperados pelo mercado, sinalizando, dessa forma, sua credibilidade de transparência nas informações e, ainda, evidenciando os reflexos econômicos do ambiente em que a organização está inserida (Beattie & Jones, 2000; Mendonça & Amarantino-de-Andrade, 2003). Esses achados, alinhados com Moreno e Jones (2022), produzem evidências de que os períodos de crise e instabilidade financeira não interrompem as práticas de gerenciamento de impressão, mas influenciam sua forma.

Para a análise das hipóteses H2a e H2b, foi necessário analisar a interação entre o *financial distress* e as *dummies* de estágios do ciclo econômico, o que permite analisar possíveis distinções de comportamento das variáveis em cada fase. Quando observadas as interações das variáveis FDContínua, FDDummy e Z-Score com as fases do ciclo econômico, não foram evidenciados coeficientes significativos. Com isso, não foi possível confirmar H2a e H2b, que propõem uma relação distinta do *financial distress* com o tom narrativo dos relatórios de administração nas fases do ciclo econômico.

Como esperado pela literatura, tanto o *financial distress* quanto o ciclo econômico apresentaram significância de 10% nos coeficientes individuais, corroborando os resultados de Patelli e Pedrini (2014) e Moreno e Jones (2022), respectivamente. No entanto, as interações entre essas variáveis não foram significativas, indicando que, para a amostra e o período analisados neste estudo, esses fatores atuam de forma independente, sem que seus efeitos sejam potencializados mutuamente.

Quanto às variáveis de controle, a análise dos resultados da regressão revelou uma relação significativa e positiva entre o tamanho da empresa (Tam) e o Tom, com significância de 1% nos três modelos, o que indica que empresas maiores tendem a apresentar um tom mais positivo nos relatórios de administração, corroborando Carlsson e Lamti (2015) e contrariando Li (2008). O resultado financeiro da empresa (Res) também mostrou relação positiva, com significância estatística de 10%, de modo a sugerir que empresas com resultados positivos podem utilizar tom majoritariamente otimista em seus relatórios, alinhando-se à literatura sobre sinalização ao mercado (Efretuei, 2021; Merkl-Davies & Brennan, 2007; Patelli & Pedrini, 2014). Além disso, o Regime Tributário Transitório (RTT) apresentou uma relação positiva e significativa a 1% com o gerenciamento de impressão, refletindo o tom positivo narrativo durante o período de 2010 a 2014, caracterizado por adaptações às normas internacionais e incertezas do cenário (Cunha & Barros, 2021).

5 Considerações finais

A presente pesquisa teve como objetivo analisar os efeitos dos ciclos econômicos sobre a relação entre *financial distress* e o gerenciamento de impressão em empresas brasileiras, no período de 2010 a 2022. O principal achado da pesquisa, que confirma a Hipótese 1, evidencia uma relação significativa e negativa do *financial distress* com o tom narrativo dos relatórios da administração. Tal resultado corrobora a literatura sobre a apresentação de resultados condizentes com a realidade empresarial como uma forma de validação da credibilidade de gestão na transparência das informações, tendo em vista seu custo político de manutenção de imagem (Merkel-Davies & Brennan, 2007; Zhang & Wiersema, 2009), bem como atribuição de resultados às questões macroeconômicas como forma de sinalização ao mercado (Cavalca et al., 2017; Dalmácio et al., 2013; Moreno & Jones, 2022; Patelli & Pedrini, 2014).

A interação das *proxies* para *financial distress* com as fases do ciclo econômico não apresentou significância estatística, nem mesmo as análises de robustez. Dessa forma, não é possível afirmar que as fases do ciclo econômico influenciam a relação proposta. O resultado, além de não confirmar *H2a* e *H2b*, é contrário a estudos que demonstram que empresas com problemas de desempenho financeiro atribuem e/ou ofuscam seus resultados em virtude do cenário macroeconômico (Li, 2008; Moreno & Jones, 2022; Patelli & Pedrini, 2014), o que permite acreditar que outras variáveis precisam ser analisadas como influências na relação estabelecida.

Adicionalmente, foi constatada uma relação negativa e significativa das fases de recessão e contração com o tom narrativo dos relatórios, quando analisada a amostra na totalidade. Esse resultado corrobora o fato de que as empresas reduzem os incentivos de impressionar os acionistas, assumindo sua realidade financeira em cenários economicamente ruins, uma vez que a macroeconomia influencia as decisões de investimento (Burns & Mitchell, 1946; Patelli & Pedrini, 2014; Schumpeter, 1939). Dessa forma, o cenário econômico, quando analisado pelo viés de fases negativas, acaba por influenciar a forma de divulgação das informações contábeis, tendo em vista que as empresas utilizam o comportamento macroeconômico para expor situações financeiras preexistentes.

Sob a luz da Teoria da Sinalização, os resultados da pesquisa quanto à relação negativa do *financial distress* com o tom narrativo dos relatórios de administração fortalecem o embasamento teórico sobre a divulgação de informações de forma oportuna, a antecipação de resultados e inferências sobre a situação empresarial como mitigadora de incertezas e, principalmente, a redução de assimetria informacional entre as partes (Dalmácio et al., 2013; Kreps, 2004; Milgrom & Roberts, 1992; Morris, 1987; Zimmerman, 2008), uma vez que os usuários utilizarão os sinais empresariais de resultados passados como forma de prever o futuro da organização (Healy & Palepu, 2001).

A pesquisa permite inferir a relação negativa e significativa do *financial distress* com o tom narrativo dos relatórios de administração. Os achados demonstram que empresas com maior probabilidade de falência apresentam relatórios de administração com tom negativo. De forma geral, os resultados da pesquisa fomentam a discussão sobre a relação do *financial distress* e a probabilidade de falência das empresas com o gerenciamento de impressão, propiciando a abertura de novas lacunas de pesquisa para a busca de influências nessa relação. Os achados auxiliam os usuários da informação, tais como investidores, credores, órgãos reguladores, entre outros, na identificação de práticas de controle de percepção e viés informacional, bem como no desenvolvimento de senso crítico sobre o reporte de informações contábeis, sendo utilizados como indicadores da qualidade da informação que, consequentemente, tornam o processo decisório mais assertivo.

Tendo em vista que a variável dependente da pesquisa é o tom e que se trata de uma variável qualitativa de informação e oriunda da psicologia, sugere-se que pesquisas futuras tentem capturar questões pessoais do preparador do conteúdo informacional. Uma sugestão futura para tal limitação é controlar questões não observáveis nas informações contábeis, tais como composição do conselho de administração, troca de CEO e até mesmo questões políticas. Sugere-se também que pesquisas futuras utilizem outros documentos divulgados pelas empresas como fonte de análise para a possibilidade de gerenciamento de impressão, tais como: manchetes, *press releases*, manifestações do CEO, divulgação de fatos relevantes, entre outros. Pesquisas futuras podem avaliar a utilização de outros dicionários validados ou adicionar, com o devido suporte empírico-teórico, outras expressões que podem ser utilizadas pelos gestores e que estejam relacionadas ao cenário brasileiro.

No que concerne ao ciclo econômico, a ausência de relações estatísticas significativas sugere que estudos futuros analisem os dados de forma comparativa a outros países que estejam com a situação macroeconômica diferente da realidade brasileira. Com isso, será possível identificar semelhanças e diferenças comportamentais entre os países, bem como verificar a possibilidade de utilização de outras *proxies* ou modelos específicos para definição das fases do ciclo econômico. Adicionalmente, destaca-se como uma limitação da pesquisa o uso específico do modelo Schumpeter (1939) como métrica para a classificação das etapas do ciclo econômico. Estudos futuros poderão explorar outros modelos para verificar possíveis diferenças nos resultados da pesquisa.

Referências

- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589-609. <https://doi.org/10.2307/2978933>
- Altman, E. I., Baidya, T. K. N., & Dias, L. M. R. (1979). Previsão de problemas financeiros em empresas. *Revista de administração de empresas*, 19(1), 17-28. <https://doi.org/10.1590/S0034-75901979000100002>
- Altman, E. I., & Hotchkiss, E. (2010). *Corporate financial distress and bankruptcy: Predict and avoid bankruptcy, analyze and invest in distressed debt* (Vol. 289). John Wiley & Sons.
- Altman, E. I., Iwanicz-Drozowska, M., Laitinen, E. K., & Suvas, A. (2017). Financial distress prediction in an international context: A review and empirical analysis of Altman's Z-Score model. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 28(2), 131-171. <https://doi.org/10.1111/jifm.12053>
- Assaf Neto, A. (2018). *Mercado financeiro*. (14ª ed). Atlas.
- Baldwin, C. Y., & Mason, S. P. (1983). The resolution of claims in *financial distress* the case of Massey Ferguson. *The Journal of Finance*, 38(2), 505. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1983.tb02258.x>
- Beattie, V., & Jones, M. J. (2000). Impression management: The case of inter-country financial graphs. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 9(2), 159-183. [https://doi.org/10.1016/S1061-9518\(00\)00030-6](https://doi.org/10.1016/S1061-9518(00)00030-6)
- Beaver, W. H. (1966). Financial ratios as predictors of failure. *Journal of Accounting Research*, 71-111. <https://doi.org/10.2307/2490171>
- Bernardes, J. R., Nascimento, J. C. H. B. D., Ayres, R. M., & Siqueira, J. R. M. D. (2018). Legibilidade dos fatos relevantes: Uma análise na Vale SA no período de agosto 2012 a agosto de 2016. *Pensar Contábil*, 20(71).
- Burns, A. F., & Mitchell, W. C. (1946). *Measuring business cycles*. New York, NY: National Bureau of Economic Research.

- Carlsson, S., & Lamti, R. (2015). *Tone management and earnings management: A UK evidence of abnormal tone in CEO letters and abnormal accruals*. [Master Degree Project in Accounting, University of Gothenburg].
- Cavalca, R. B., Klotzle, M. C., da Gama Silva, P. V. J., & Pinto, A. C. F. (2017). A relação entre ciclos econômicos com o desempenho das empresas no mercado brasileiro. *Revista Brasileira de Economia de Empresas*, 17(1), 21-37.
- Cavalheiro, M. D. O. (2019). *Relação entre gerenciamento de resultados contábeis e gerenciamento de impressão em companhias abertas listadas na B3 SA Brasil Bolsa Balcão* [Dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Rio Grande do Sul].
- Choi, S., Jang, H., Kim, D., & Seo, B. K. (2021). Derivatives use and the value of cash holdings: Evidence from the US oil and gas industry. *Journal of Futures Markets*, 41(3), 361-383. <https://doi.org/10.1002/fut.22173>
- Cunha, C. M. P. D., & Barros, P. P. F. B. (2021). O efeito sobre o BTB da adoção das IFRS e do fim do regime tributário de transição (RTT) no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 33, 96-111. <https://doi.org/10.1590/1808-057x202113980>
- Dalmácio, F. Z., Lopes, A. B., Rezende, A. J., & Sarlo Neto, A. (2013). Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. *Revista de Administração Mackenzie*, 14(5), 104-139. <https://doi.org/10.1590/S1678-69712013000500005>
- Efretuei, E. (2021). Year and industry-level accounting narrative analysis: readability and tone variation. *Journal of Emerging Technologies in Accounting*, 18(2), 53-76. <https://doi.org/10.2308/JETA-18-12-21-26>
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2024). *Manual de análise de dados*. Elsevier.
- Gelbcke, E. R., Santos, A., Iudícibus, S. & Martins, E. (2018). *Manual de contabilidade societária: aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC*. (3ª ed.). Atlas.
- Habib, A., Bhuiyan, B. U., & Islam, A. (2013). Financial distress, earnings management and market pricing of accruals during the global financial crisis. *Managerial Finance*, 39(2), 155-180. <https://doi.org/10.1108/03074351311294007>
- Halling, M., Yu, J., & Zechner, J. (2016). Leverage dynamics over the business cycle. *Journal of Financial Economics*, 122(1), 21-41. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.07.001>
- Hannan, M. T., & Freeman, J. (1984). Structural inertia and organizational change. *American Sociological Review*, 49(2), 149-164. <https://doi.org/10.2307/2095567>
- Henry, E. (2008). Are investors influenced by how earnings press releases are written?. *The Journal of Business Communication*, 45(4), 363-407. <https://doi.org/10.1177/00219436083193>
- Henry, E., & Peytcheva, M. (2018). Earnings-announcement narrative and investor judgment. *Accounting Horizons*, 32, 123-143. <https://doi.org/10.2308/acch-52121>
- Hines, R. D. (1988). Financial accounting: in communicating reality, we construct reality. *Accounting, Organizations and Society*, 13(3), 251-261. [https://doi.org/10.1016/0361-3682\(88\)90003-7](https://doi.org/10.1016/0361-3682(88)90003-7)
- Hooghiemstra, R. (2000). Corporate communication and impression management—new perspectives why companies engage in corporate social reporting. *Journal of Business Ethics*, 27(1), 55-68. <https://doi.org/10.1023/A:1006400707757>
- Knoop, T. A. (2010). *Recessions and depressions: Understanding business cycle* (2nd ed.). California: Praeger.
- Kreps, D. M. (2004). *Microeconomics for managers*. Norton.
- Lemes, A. B., Jr., Rigo, C. M. & Cherobim, A. P. M. S. (2010). *Administração Financeira: Princípios, Fundamentos e Práticas Brasileiras*. Rio de Janeiro. Ed. Atlas

- Li, F. (2008). Annual report readability, current earnings, and earnings persistence. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2-3), 221-247. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2008.02.003>
- Madeira, P. J. (2003). Falência ou recuperação empresarial como resultado do declínio organizacional: uma estrutura conceptual explicativa. *Revista da Escola Superior de Gestão*, 2(2), 191-206.
- Malkiel, B. G. (2003). *A Random Walk down Wall Street: The Time-Tested Strategy for Successful Investing*. Norton.
- Martins, O. S., & Ventura Júnior, R. (2020). Influência da governança corporativa na mitigação de relatórios financeiros fraudulentos. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 22(1), 65-84. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v22i1.4039>
- Mendonça, J. R., & Amantino-de-Andrade, J. (2003). Gerenciamento de impressões: em busca de legitimidade organizacional. *Revista de Administração de Empresas*, 43(1), 36-48. <https://doi.org/10.1590/S0034-75902003000100005>
- Merkel-Davies, D. M., & Brennan, N. M. (2007). Discretionary disclosure strategies in corporate narratives: incremental information or impression management?. *Journal of Accounting Literature*, 27, 116-196. <https://ssrn.com/abstract=1089447>
- Michelon, G. (2012). Impression management and legitimacy strategies: The BP case. *Financial Reporting*, 4, 35-64.
- Milgrom, P.; & Roberts, J. (1992). *Economics, organization and management*. Prentice Hall.
- Moreno, A., & Jones, M. J. (2022). Impression management in corporate annual reports during the global financial crisis. *European Management Journal*, 40(4), 503-517. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2021.08.007>
- Morris, R. D. (1987). Signalling, agency theory and accounting policy choice. *Accounting and Business Research*, 18(69), 47-69. <https://doi.org/10.1080/00014788.1987.9729347>
- Parkinson, M. M. (2018). *Corporate Governance in Transition: Dealing with Financial distress and Insolvency in UK Companies*. Springer.
- Patelli, L., & Pedrini, M. (2014). Is the optimism in CEO's letters to shareholders sincere? Impression management versus communicative action during the economic crisis. *Journal of Business Ethics*, 124(1), 19-34. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1855-3>
- Paulo, E., & Mota, R. H. G. (2019). Ciclos econômicos e estratégias de gerenciamento de resultados contábeis: um estudo nas companhias abertas brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças*, 30, 216-233. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201806870>
- Platt, H. D., & Platt, M. B. (2002). Predicting corporate *financial distress*: Reflections on choice-based sample bias. *Journal of Economics and Finance*, 26(2), 184-199. <https://doi.org/10.1007/BF02755985>
- Santos, A. C., & Scarpin, J. E. (2011). Gerenciamento de resultados: Análise de sua incidência em empresas mais admiradas do Brasil. *Revista de Estudos Contábeis*, 2(3), 14-33. <https://ojs.uel.br/revistas/uel/index.php/rec/article/view/12290>
- Santos, E. S., Ponte, V. M. R., & Mapurunga, P. V. R. (2014). Adoção obrigatória do IFRS no Brasil (2010): índice de conformidade das empresas com a divulgação requerida e alguns fatores explicativos. *Revista Contabilidade & Finanças*, 25, 161-176. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772014000200006>
- Schlenker, B. R. (1980). *Impression management*. Brooks/Cole.
- Schumpeter, J. A. (1939). *Business cycles* (Vol. 1, pp. 161-174). McGraw-hill.
- Shmakov, A. V. (2015). The economic comprehensions of human behavior. How to influence the human choice? Should you learn painting if you want to be a painter? can «buba» change economics for the better. *Terra Economicus*, 13(4), 96-131.

- Souza, B. F & Nardi, P. C. C. (2018). Influência da opinião do auditor no retorno das ações das empresas brasileiras de capital aberto. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 21(2), 250-270. https://doi.org/10.21714/1984-3925_2018v21n2a6
- Spence, A. M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 83(3), 355- 374. <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-214850-7.50025-5>
- Thaler, R. H., & Sunstein C. R. (2009). *Nudge: Improving Decisions about Health, Wealth, and Happiness*. Penguin Books, London.
- Trombetta, M., & Imperatore, C. (2014). The dynamic of financial crises and its nonmonotonic effects on earnings quality. *Journal of Accounting Public Policy*, 33, 205– 232. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2014.02.002>
- Whitaker, R. B. (1999). The early stages of financial distress. *Journal of Economics and Finance*, 23(2), 123-132. <https://doi.org/10.1007/BF02745946>
- Zhang, Y., & Wiersema, M. F. (2009). Stock market reaction to CEO certification: The signaling role of CEO background. *Strategic Management Journal*, 30(7), 693-710. <https://doi.org/10.1002/smj.772>
- Zimmerman, M. A. (2008). The influence of top management team heterogeneity on the capital raised through an initial public offering. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 32(3), 391-414. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2008.00233.x>