

## Tom otimista do MD&A e a relação com a redução das receitas de vendas em períodos de crises

Optimistic tone of MD&A and the relationship with reduced sales revenues in times of crisis

Tono optimista de MD&A y la relación con la reducción de ingresos por ventas en periodos de crisis

**Leticia Daiane Vasconcelos Nunes\***

Mestranda em Controladoria e Contabilidade FEA/RP  
(USP), Ribeirão Preto/SP, Brasil  
leticiadvn@usp.br

<https://orcid.org/0009-0006-0441-6507> 

**Paula Carolina Ciampaglia Nardi**

Doutora em Administração de Organizações FEA/RP (USP)  
Professora Associada da Faculdade de Economia, Administração e  
Contabilidade FEA/RP (USP), Ribeirão Preto/SP, Brasil  
paulanardi@fearp.usp.br

<https://orcid.org/0000-0001-7897-3070> 

**Endereço do contato principal para correspondência\***

Av. Bandeirantes, 3900, Monte Alegre, CEP: 14040-905, Ribeirão Preto/SP, Brasil

### Resumo

Diante de crises, empresas podem querer manter a atratividade induzindo os usuários da informação contábil por meio do tom dos relatórios financeiros. Nesse contexto, o estudo verificou se as empresas não financeiras dos EUA utilizam um tom otimista no *Management's Discussion and Analysis* (MD&A) quando enfrentam redução das receitas de vendas em anos de crises. Considerando um período de 2005 a 2022, os resultados da regressão Dif-in-Dif com dados em painel indicaram que, na crise, as empresas com redução nas receitas tendem a adotar um tom otimista no MD&A, sugerindo que esse tom pode ser uma resposta estratégica às quedas de receita. Esse resultado é corroborado ao considerar duas amostras distintas: para médias empresas dos EUA e para o Brasil. A pesquisa ressalta a importância de analistas e investidores acompanharem os dados financeiros, além das análises do MD&A, principalmente em períodos de crise, de modo a reduzirem as incertezas nas decisões de investimento. Além disso, ratifica-se a discussão de reguladores quanto à necessidade de normativas que promovam melhorias no MD&A, bem como se evidencia a necessidade de controle de períodos de crise em determinantes dos tons dos relatórios financeiros divulgados pelas empresas.

**Palavras-chave:** MD&A; Otimismo; Análise de texto; Crises

### Abstract

In times of crisis, companies may want to maintain their attractiveness by inducing users of accounting information through the tone of their financial reports. In this context, the study verified whether non-financial companies in the United States adopt an optimistic tone in their Management's Discussion and Analysis (MD&A) when they face reduced sales revenue in years of crisis. Considering a period from 2005 to 2022, the results of the diff in diffs regression with panel data indicated that in times of crisis, companies with reduced revenue tend to adopt an optimistic tone in their MD&A, suggesting that this tone may be a strategic response to revenue declines. This result is corroborated when considering two different samples: for medium-sized companies in the United States and Brazil. The research highlights the importance of analysts and investors monitoring financial data, in addition to MD&A analyses, especially in times of crisis, in order to reduce uncertainty in investment decisions. Furthermore, the discussion among regulators regarding the need for regulations that promote improvements in MD&A is ratified, as well as the need to control periods of crisis in determining the tone of financial reports released by companies.

**Keywords:** MD&A; Optimism; Text analysis; Crises

### Resumen

Ante las crisis, es posible que las empresas quieran mantener su atractivo induciendo a los usuarios de la información contable a través del tono de los informes. En este contexto, el estudio comprobó si las empresas no financieras estadounidenses utilizan un tono optimista en *Management's Discussion and Analysis* (MD&A) ante la reducción de ingresos por ventas en años de crisis. Considerando 2005 a 2022, los resultados de la

regresión Dif-in-Dif con datos de panel indicaron que, en la crisis, las empresas con reducción de ingresos tienden a adoptar un tono optimista en MD&A, sugiriendo que este tono podría ser una respuesta estratégica a la caída de los ingresos. Este resultado se corrobora al considerar dos muestras diferentes: para las medianas empresas de Estados Unidos y para Brasil. La investigación destaca la importancia de que analistas e inversores monitoreen los datos financieros, además de los análisis MD&A, especialmente en períodos de crisis, para reducir la incertidumbre en las decisiones de inversión. Además, se confirma la discusión de los reguladores sobre la necesidad de regulaciones que promuevan mejoras en MD&A, así como la necesidad de controlar los períodos de crisis en la determinación del tono de los informes financieros emitidos por las empresas.

**Palabras clave:** MD&A; Optimismo; Análisis de texto; Crisis

## 1 Introdução

Situações adversas externas, sejam elas econômicas ou sanitárias, podem afetar a saúde financeira das organizações, visto que, geralmente, não são eventos previsíveis para o mercado financeiro. Um exemplo disso foi a crise imobiliária dos Estados Unidos, que aconteceu em meados de 2008, cuja principal consequência implicou na inadimplência das hipotecas imobiliárias, acarretando calamidades como a falência de um dos maiores bancos de investimento do mundo, o *Lehman Brothers* (Malik & Makhdoom, 2016).

Em resposta a esses colapsos, o índice *Dow Jones Industrial Average* caiu mais de 500 pontos em setembro de 2008, registrando a maior inclinação diária daquela década (Rodini, 2023), sendo que o efeito da crise se espalhou para outros países, tendo impacto global (Patelli & Pedrini, 2014).

Outro exemplo de crises são as sanitárias. Em 2020, o mundo se deparou com a instabilidade gerada pela Covid-19, que, de acordo com dados publicados pela Casa Branca (White House, 2022), estimou-se uma queda de 8,9% do PIB dos Estados Unidos no segundo trimestre de 2020, sendo a maior queda trimestral do índice em 70 anos. O *Trading Economics* (2023) demonstrou seu primeiro declínio anual, apresentando um PIB negativo de 2,8% desde a crise de meados de 2008, diante da qual se chegou à porcentagem negativa de 2,6%.

Cenários de crise são definidos por Kuckertz et al. (2020) como eventos raros, caracterizados por impactos catastróficos que ultrapassam o escopo do planejamento de negócios e dos modelos de resiliência elaborados pelas organizações. Tanto é que possíveis diminuições da demanda podem afetar negativamente o crescimento das receitas de vendas, pressionando as empresas a buscarem financiamento externo, implicando em situações financeiras de maior risco (Fuertes-Callén & Cuellar-Fernández, 2018). Apesar disso, as empresas podem ter incentivos para divulgar ao mercado que seu negócio continua sendo uma opção vantajosa para investimentos.

Nesse sentido, uma forma de divulgação das informações contábeis ocorre via relatórios financeiros, dentre os quais se tem o *Management's Discussion and Analysis* (MD&A). O objetivo deste relatório é disponibilizar informações quanto à situação econômica e financeira de curto a longo prazo da empresa, sob a perspectiva dos gestores (SEC, 2023). Tão importante é o MD&A que as pesquisas anteriores apontam o relatório como sendo o mais lido por analistas e investidores que buscam entender e analisar as perspectivas suscitadas pelas companhias (Bochkay & Levine, 2019; Marshall, 1998).

Outro ponto a se destacar no MD&A é o tom da divulgação das informações. Zeng et al. (2022), Jiang et al. (2019) e Baker e Wurgler (2007) analisaram o sentimento da gestão nos relatórios divulgados, observando evidências de que um alto sentimento positivo pode trazer benefícios à empresa, tais como atrair mais a atenção dos analistas, implicando em previsões de lucros mais otimistas.

Mais um impacto observado pela literatura é a propensão dos investidores em seguir o sentimento gerencial, levando a uma supervalorização especulativa do mercado, o que melhora a imagem da empresa naquele determinado momento, mas, futuramente, quando os verdadeiros fundamentos econômicos são revelados, ocorre uma queda dos preços das ações (Jiang et al., 2019, Baker & Wurgler, 2007).

Complementarmente, Hoberg e Lewis (2017) identificaram que o MD&A é uma publicação passível de manipulação, em especial nas situações que possam trazer consequências negativas para a empresa, como durante cenários de crises econômicas, quando as empresas enfrentam dificuldades nas oportunidades de crescimento (Ferrando et al., 2017).

Os períodos de crise podem ser um incentivo para que as empresas busquem formas de se legitimar ao explicarem os resultados não favoráveis (Zeghal & Aoun, 2016). Tal fenômeno pode ser explicado pela teoria da assimetria da informação, com os *insights* de Stiglitz (1972), reforçados por Grossman e Hart (1980), na qual entendem que a entidade é a detentora de todas as informações sobre o seu negócio, e que o valor da ação hoje depende do preço esperado no futuro, logo, é necessário serem sinalizadas para o mercado informações para que credores e investidores tenham uma expectativa de retorno positivo e continuem investindo na entidade.

Nesse sentido, Hsu e Yang (2022) observaram que, na época da pandemia da Covid-19, a qualidade dos relatórios financeiros das empresas do Reino Unido foi inferior, uma vez que as empresas gerenciaram mais os resultados, na tentativa de mostrar que, apesar do cenário negativo, as expectativas eram otimistas.

Pesquisas anteriores identificaram uma relação entre o tom nas divulgações das empresas e os períodos de crises. Hoberg e Lewis (2017) encontraram evidências de que os gerentes, em situações fraudulentas, divulgam informações positivas sobre o desempenho da empresa. Enquanto Zhou et al. (2022), ao analisarem a bolsa de valores da China, identificaram o tom mais positivo da gestão na resposta ao impacto da pandemia da Covid-19, principalmente em casos em que a empresa apresentava menor nível de liquidez. Assim, há indícios de que o tom dos relatórios das empresas pode estar relacionado a uma manobra para suavizar uma situação adversa, dando ênfase às expectativas positivas ao invés da real situação econômico-financeira.

Logo, observou-se a possibilidade de desenvolvimento de um estudo que utilizasse, na janela temporal, mais de um período de crise, considerando as divulgações no MD&A, dada sua importância como fonte de informação aos investidores (Bochkay & Levine, 2019). Além disso, é um relatório sem padronização exigida, de modo que os gestores podem expressar suas expectativas e projeções referentes à empresa, portanto, propenso a manipulação (Jiang et al., 2019; Hoberg & Lewis, 2017).

Assim sendo, a presente pesquisa buscou responder à seguinte questão: qual a relação entre o tom otimista do MD&A e a redução nas receitas de vendas das empresas no contexto de crises? Portanto, o objetivo geral do estudo foi identificar a relação entre o tom otimista do MD&A e a redução das receitas de vendas durante o período de crise enfrentado pelas empresas dos EUA, no período de 2005 a 2022, abrangendo antes, durante e após a crise financeira de meados de 2008 e a crise da Covid-19, de 2019.

Os resultados sugerem que as empresas com queda nas receitas de vendas, durante períodos de crises, tendem a divulgar relatórios mais otimistas. Em termos práticos, o achado sinaliza aos investidores, analistas e demais usuários da informação contábil, a importância de dedicarem atenção na interpretação desses relatórios quando há cenários econômicos sob conjunturas desfavoráveis.

Assim, a pesquisa contribui com os órgãos reguladores, entre eles o *International Accounting Standards Board* [IASB] e *Securities and Exchange Commission* [SEC], tendo em vista a recorrente discussão quanto à necessidade de melhorias e padronizações na divulgação dos comentários gerenciais (Srinivasan & Marques, 2017), de modo a externalizar ao mercado uma informação fidedigna.

A pesquisa também proporciona uma contribuição teórica quanto aos determinantes do tom nos relatórios MD&A, acrescentando evidências quanto à postura das empresas nas divulgações informacionais em situações controversas, em que há riscos de baixo desempenho, visto que há indícios na teoria (Grossman & Hart, 1980; Stiglitz, 1972) e em pesquisas anteriores (Alshorman & Shanahan, 2022; Zhou et al., 2022; Hoberg & Lewis, 2017) de que existe uma associação positiva entre as divulgações e o interesse da empresa em demonstrar aos seus usuários uma situação favorável, mesmo diante de cenários de crises.

## 2 Referencial Teórico

A informação contábil é de utilidade para a tomada de decisão dos usuários. Dada a sua importância, o IASB revisou a *Conceptual Framework*, que discorre sobre as características qualitativas necessárias para a informação divulgada ao mercado (IASB, 2018). Essa preocupação normativa visa evitar possíveis manipulações por parte da gestão e contribuir para uma representação mais adequada da situação econômica e financeira da entidade.

Para que a informação divulgada pelas empresas siga as qualidades propostas no *Conceptual Framework*, alguns elementos devem se fazer presente, como a relevância, a materialidade e a representação fidedigna, a qual reforça a ideia de uma informação completa, neutra e livre de erros (Pelger, 2020). Tais características são base para que a informação seja útil no processo de tomada de decisão (Azar et al., 2019).

Nesse contexto, uma das informações emitidas pelas entidades é o *Management's Discussion and Analysis* (MD&A). Tal documento é considerado importante para os usuários da informação (Bochkay & Levine, 2019), pois seu conteúdo demonstra as perspectivas e as projeções dos gestores para a empresa.

Segundo a SEC (2023), os requisitos do MD&A destinam-se a fornecer divulgações textuais, históricas e prospectivas relevantes, permitindo que investidores e outros usuários avaliem a condição financeira e os resultados das operações, com ênfase especial nas perspectivas futuras. Servindo, portanto, como uma forma de aconselhar os usuários externos (Hoberg & Lewis, 2017), auxiliando os analistas na previsão de ganhos futuros (Bochkay & Levine, 2019).

Todavia, não há uma norma que oriente quanto à elaboração do MD&A, mas há documentos, como o *Exposure Draft*, divulgado pelo IASB (2021), e o *Regulation S-K (item 303)*, emitido pela SEC (2020), que visam melhorar o escopo e a qualidade da informação divulgada, de modo a fortalecer a conectividade entre a companhia e as partes interessadas (IASB, 2021).

Nesse contexto, a comunicação empresarial deve ser entendida como um processo multifacetado, no qual diferentes atores interagem em diversos níveis e contextos (Brennan & Merkl-Davies, 2018). Assim, uma maior conectividade pode fortalecer os relacionamentos com os participantes do mercado de capitais, garantindo o suporte financeiro contínuo. Portanto, as propostas do IASB e da SEC, ao aprimorarem o escopo do MD&A, podem satisfazer as necessidades informacionais das partes interessadas, alinhando-se às recomendações de uma comunicação mais integrada e interativa entre empresa e *stakeholders*.

Entretanto, considerando que as empresas estão organizadas em um nexo de contratos, baseadas em pressupostos da Teoria de Agência (Jensen & Meckling, 1976), que prevê a possibilidade de atuações

oportunistas por parte dos gestores frente aos interesses dos acionistas, têm-se fortes incentivos para acreditar que as informações do MD&A tragam impressões dos gestores, que não refletem, necessariamente, a realidade da empresa. Isso porque o administrador pode promover impressões positivas em suas narrativas gerenciais, usando estratégias para atrair e influenciar diversas partes interessadas, incluindo credores e investidores (Aly et al., 2018).

Sob a perspectiva comportamental, o tom otimista nas divulgações corporativas pode ser visto como um reflexo do otimismo gerencial (Merkl-Davies & Brennan, 2011), inclusive quando se considera relatórios elaborados pela administração. Esse tom pode ser influenciado por tendências psicológicas intrínsecas dos gestores, que, muitas vezes, tendem a ser excessivamente otimistas (Davis et al., 2015). Nesse contexto, o tom otimista tende a ser considerado como sendo uma *proxy* do otimismo gerencial, sugerindo que a forma como os gestores comunicam o desempenho da empresa pode ser moldada por suas próprias crenças e expectativas em relação ao futuro (Ataullah et al., 2018).

Soma-se a isso que a relação entre gestores e usuários da informação contábil tende a ser permeada pela assimetria informacional. Essa condição pode conduzir o administrador da empresa a manipular o tom das informações divulgadas (Zhang et al., 2022), influenciando a percepção dos usuários. Isso posto, ainda que o MD&A contenha dados precisos, quando o tom é otimista, acaba por minimizar situações que seriam relevantes para a tomada de decisão de investidores e outras partes interessadas (Zeng et al., 2022). Isso significa que uma baixa qualidade nos comentários gerenciais aumenta a assimetria entre os usuários e os gestores, afetando as decisões (Lemeunier, 2021).

Nesse contexto, uma tendência é a baixa qualidade do MD&A ao ter a intenção de suavizar a situação da empresa, por meio de um texto otimista (Caserio et al., 2020), e até mesmo com ausência de informações negativas, porém que poderiam bem-dizer quanto à atual realidade econômica e financeira da empresa.

Mas, há uma tendência de os gestores procurarem comunicar e realçar ao mercado uma imagem favorável sobre as perspectivas da empresa, sinalizando menor risco de negócio (Castro et al., 2019), além de influenciar estrategicamente a percepção dos investidores (Bassyouny et al., 2022; Pouryousof et al., 2022). Quando os usuários da informação são expostos a sentimentos positivos excedentes, podem ter como consequência um forte preditor negativo de retornos no mercado de ações (Zeng et al., 2022; Jiang et al., 2019).

Mais especificamente, Hoberg e Lewis (2017) enfatizam que o MD&A pode ser suscetível a manipulações. Coerente com o que foi identificado por Hsu e Yang (2022) e Zhou et al. (2022), durante a pandemia da Covid-19, em que as empresas com menos liquidez apresentaram um tom mais positivo, ou reduziram a qualidade de seus relatórios para não divulgar as situações negativas.

Além disso, o estudo de Hilton e O'Brien (2009) já havia demonstrado que os gestores utilizaram vieses positivos nas divulgações do MD&A para suavizar uma situação negativa que a organização enfrentava ao fazer um investimento e não ter os resultados esperados. Isso significa que o uso de um tom otimista no MD&A pode ser preponderante quando a empresa é exposta a condições de crise. Isso porque, nesses cenários, há uma tendência de que o crescimento empresarial seja afetado negativamente, ampliando as incertezas quanto às expectativas futuras (Fuertes-Callén & Cuellar-Fernández, 2018; Shatonhoka, 2015).

Na história, várias crises tiveram impactos negativos nas empresas, entre elas a crise imobiliária dos Estados Unidos, a qual comprometeu a liquidez dos fundos investidores, levando ao aumento das taxas governamentais, impossibilitando os credores de quitar hipotecas, resultando em falências de fundos imobiliários e afetando a economia global (Rodini, 2023). Além disso, tem-se a crise ocasionada pela Covid-19, com impactos econômicos negativos mundialmente, restrições governamentais em fronteiras, causando uma recessão global (Nicola et al., 2020).

Nesses cenários, os gestores podem buscar manter a divulgação de bom desempenho da empresa, utilizando recursos estratégicos, como o tom positivo na comunicação das informações contábeis, com o propósito de projetar uma imagem otimista da empresa para o mercado mesmo diante de circunstâncias adversas (Alshorman & Shanahan, 2022; Zhou et al., 2022; Hoberg & Lewis, 2017).

Com base nessa fundamentação, considerando a possibilidade de suavizar o possível efeito negativo de períodos de crise na situação econômica e financeira da empresa, em termos de informação, propõe-se a seguinte hipótese da pesquisa: H<sub>1</sub>: Em períodos de crises, quando a empresa apresenta redução nas receitas de vendas, o tom do MD&A tende a ser otimista.

### 3 Metodologia

#### 3.1 Delimitação e método do estudo

Para a seleção da amostra, o estudo considerou a lista de empresas pertencentes à *Fortune Global 500* em 2023, a qual abrange as 500 maiores empresas do mundo em termos de receita (Marquez-Illescas et al., 2018) e com melhores desempenhos do mercado (Malik & Makhdoom, 2016). Tais características instigam a análise do tom das narrativas gerenciais em tempos de crise, uma vez que são empresas que exercem significância nas decisões do mercado de capitais, conforme sugerido por pesquisas prévias (Tailab & Burak, 2021; Patelli & Pedrini, 2014).

Do total de 500 empresas listadas, o recorte inicial se dá para as 136 empresas dos EUA (Tabela 1), justificado pelo fato de que as empresas dos EUA são reconhecidas por adotar práticas de governança



corporativa rigorosas, garantindo que estejam entre as mais bem geridas e responsáveis na divulgação de informações (Malik & Makhdoom, 2016).

Outro ponto a ser considerado é o sistema robusto de regulação e *enforcement* nos Estados Unidos (Caserio et al., 2020), assegurando elevados padrões de transparência e conformidade, resultando em uma qualidade informacional maior. Isso também reduz a necessidade de incluir variáveis de controle adicionais, comumente necessárias em mercados menos desenvolvidos, simplificando a análise e aumentando a precisão dos resultados.

**Tabela 1**

*Definição da amostra final*

Procedimentos para selecionar a amostra final	Número de empresas
Amostra inicial	136
(-) Financeiro	27
(-) Falta de dados contábeis e relatórios	35
<b>(=) Número final de empresas</b>	<b>74</b>

Para garantir a comparabilidade dos relatórios anuais, este estudo analisa os textos das empresas com data de encerramento do exercício até 31 de dezembro de 2022 e com data de negociação armazenada pela Refinitiv® anterior ou igual a 2005. Sendo assim, foram excluídas 62 empresas, contando com as do setor financeiro, chegando a uma amostra final de 74 empresas.

Portanto, o estudo se estende entre os anos de 2005 a 2022, com destaque para os seguintes períodos de crise: crise financeira de 2007 e 2008 e crise da Covid-19 entre 2020 e 2021. Os setores da amostra, bem como a quantidade de empresas que compõem cada um, podem ser observados na Tabela 2, evidenciando que cerca de 46% das empresas fazem parte do setor de Indústria.

**Tabela 2**

*Número de empresas por setor*

Setores	Empresas	Setores	Empresas
Comércio Atacadista	7	Outros serviços	1
Comércio Varejista	12	Saúde e Assistência Social	3
Construção	1	Serviços de alojamento e alimentação	1
Indústria	34	Serviços de utilidade pública	1
Telecomunicação	7	Serviços Profissionais	2
Mineração, Petróleo e gás	3	Transporte e Armazenagem	2
<b>TOTAL</b>	<b>74</b>		

As informações econômico-financeiras e as seções de MD&A foram coletadas, anualmente, do banco de dados da Refinitiv®, consistindo em uma base de dados final de 1.332 observações. Ressalta-se que as seções de MD&A foram extraídas manualmente dos relatórios 10-K. Este processo envolveu o mapeamento e fracionamento das páginas correspondentes.

Para análise dos dados, foram realizadas a estatística descritiva das variáveis; a correlação de *Spearman*, uma vez que as variáveis não apresentam distribuição normal; análise dos pressupostos de multicolinearidade, com a técnica de VIF, autocorrelação com teste de Wooldridge e heterocedasticidade pelo teste de White; e testes econométricos via técnica de regressão com Diferença-em-Diferença (Dif-in-Dif) com dados dispostos em painel, em que também foi aplicado o teste de Hausman para definição dos modelos em Efeito Fixo ou Aleatório. Todos os testes foram efetivados no *software Stata*®.

### 3.2 Modelo Econométrico e definição das variáveis

Para analisar o efeito de crises sobre o tom do MD&A, considerou-se o modelo econométrico apresentado na Equação 1:

$$\begin{aligned}
 Otim_{i,t} = & \alpha_0 + \beta_1 \times Crise_{i,t} + \beta_2 \times VarRec + \beta_3 \times Crise \times VarRec_{i,t} + \beta_4 \times ROA_{i,t} + \\
 & + \beta_5 \times Idade_{i,t} + \beta_6 \times Tam_{i,t} + \beta_7 \times Alav_{i,t} + \\
 & + \beta_8 \times Persi_{i,t} + \beta_9 \times Setores_{i,t} + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \quad (1)$$

Em que:

$Otim_{i,t}$  = refere-se ao tom otimista do MD&A, obtido por meio do *software Diction7*®, o qual considera os aspectos positivos da linguagem, utilizando termos com implicações positivas como “orgulho”, “poderoso”, “bem-sucedido”, “sabedoria”, etc., reduzindo termos relacionados à dificuldade, culpa e negação, como: “falência”, “prejudicial”, “desemprego”, etc. Essa forma de observar otimismo foi utilizada por outros estudos (Du Toit & Delport, 2021; Du Toit & Esterhuyse, 2021; Oliveira et al., 2021; Alalwani & Mousa, 2020; Alli et al., 2018; Carsten et al. 2018; Pit t et al., 2018; Caylor et al., 2017; Iatrides, 2016).

$Crise_{i,t}$  = Variável *dummy*, representando 1 para os anos de crise e 0, caso contrário. Os períodos de crise considerados foram 2007, 2008, 2020 e 2021.

$VarRec_{i,t}$  = Variável *dummy*, representando 1 quando a variação da receita de vendas for negativa e 0, caso contrário. A variação da receita foi medida considerando a receita de vendas líquidas entre  $t-1$  e  $t$  (Alshorman & Shanahan, 2022; El-Deeb et al., 2022; Hsu & Yang, 2022).

$Crise * VarRec_{i,t}$  = consiste na moderação entre os períodos de crise e a redução das receitas de vendas líquidas, obtendo valor 1 para os anos de crise em que a empresa registrou redução das receitas e 0, caso contrário. Tempos de crise tendem a impactar negativamente as vendas das empresas, levando a desafios financeiros significativos (Fuertes-Callén & Cuellar-Fernández, 2018). Neste contexto, empresas com dificuldades financeiras têm mais probabilidade de adotar um tom otimista em seus relatórios de MD&A como uma abordagem estratégica na divulgação de informações, a fim de mitigar percepções negativas ou tranquilizar investidores (Caserio et al., 2020). Sendo assim, embora o tom do MD&A possa ser um indicador útil a respeito da situação financeira da empresa, existe uma tendência para que esse tom seja mais otimista durante períodos de crise e queda das receitas de vendas, devido ao fato de que o gestor quer maximizar o valor da empresa e se comunicar positivamente com os investidores (Boudt & Thewissen, 2019).

$ROA_{i,t}$  = corresponde ao retorno sobre os ativos. Variável utilizada para previsão do desempenho da empresa (Alshorman & Shanahan, 2022; Iqbal & Riaz, 2022; Aly et al., 2018; Tailab & Burak, 2018), medida pela relação entre o lucro antes de itens extraordinários e a média de ativos entre o início e o final do ano fiscal, expressando-se em valor decimal (Alshorman & Shanahan, 2022; Boudt & Thewissen, 2019). Itens extraordinários referem-se a eventos ou transações que são incomuns na atividade normal de uma empresa, como mudanças contábeis, operações descontinuadas e os respectivos impostos decorridos dessas transações. Espera-se uma relação positiva com o tom otimista dos relatórios pois, conforme Caserio et al. (2020), em empresas financeiramente estáveis, o tom otimista do MD&A geralmente oferece uma indicação precisa do desempenho no ano em curso. Nesse sentido, Patelli e Pedrini (2014) observaram que o tom dos gestores está alinhado com o desempenho passado e futuro da empresa, assim como Alshorman e Shanahan (2022) perceberam uma consistência entre o tom utilizado pelos CEOs em suas cartas aos acionistas e o desempenho financeiro das empresas.

$Idade_{i,t}$  = idade da empresa é medida pela diferença entre o ano em que a empresa começou a ser listada na bolsa de valores e o ano dos relatórios anuais (Yang et al., 2022; Yuan et al., 2022; Wu et al. 2021). Empresas mais antigas possuem um longo histórico de divulgação de comentários gerenciais (Bradshaw et al., 2012), possibilitando a análise de um tom consistente das narrativas. Além disso, elas estão preocupadas com sua reputação (D'Amato & Falivena, 2019; Muttakin & Khan, 2014; Diamond, 1989) e, ao manterem um tom otimista em seu MD&A, podem comunicar estabilidade e confiança, atraindo e retendo investidores (Pouryousof et al., 2022). Portanto, espera-se uma relação significativamente positiva.

$Tam_{i,t}$  = tamanho da empresa foi calculado pelo logaritmo natural do Ativo Total registrado ao final do ano fiscal, estando seu valor original em milhares de dólares (Alshorman & Shanahan, 2022; Aly et al., 2018; Zhou et al., 2022). Empresas maiores estão associadas a um nível mais elevado de gerenciamento de resultados em seus relatórios financeiros (Hsu & Yang, 2022) e, por estarem sob maior atenção dos analistas e do público (Zeghal & Aoun, 2016), podem ser mais propensas a usar palavras positivas em suas narrativas gerenciais (Dutta et al., 2019). Esta abordagem pode ser uma estratégia para manter a consistência no tom das comunicações, visando mitigar percepções negativas e preservar a confiança dos investidores. Sendo assim, espera-se uma associação positiva entre essa variável e o tom otimista.

$Alav_{i,t}$  = alavancagem da empresa, calculada pela divisão entre o passivo total e o ativo total da empresa (Alshorman & Shanahan, 2022; Zhou et al., 2022; Aly et al., 2018; Zeghal & Aoun, 2016). A alavancagem é uma *proxy* para o risco da empresa (Koelbl, 2020). Empresas mais alavancadas, tendem a ser percebidas como mais arriscadas, especulativas e em dificuldades financeiras (Ayuningtyas & Harymawan, 2021; Jiang et al., 2019), podendo ser sensíveis às reações do mercado (Ahmed & Elshandidy, 2020). Neste contexto, elas podem ser incentivadas a apresentar um MD&A mais otimista, a fim de manter a confiança dos investidores (Pouryousof et al., 2022). Sendo, assim, espera-se uma relação significativamente positiva entre o tom otimista e a alavancagem.

$Persis_{i,t}$  = variável representativa da persistência do lucro. Calculado pelo logaritmo do desvio padrão de uma série de 4 anos anteriores de resultado das empresas. O objetivo da variável é controlar possíveis efeitos oriundos de cenários em que as empresas com histórico de baixa persistência possam ter incentivos para apresentar um tom otimista nos relatórios. A variável dependente do estudo, portanto, é o tom otimista dos relatórios MD&A, extraídos dos formulários 10-K. Esse relatório contém a discussão dos principais executivos de gestão sobre o desempenho passado e as perspectivas futuras da companhia (Li, 2008), sendo possível que a administração utilize de estratégias narrativas para manipular as informações divulgadas, influenciando os investidores e demais partes interessadas (Laskin, 2018). Além disso, o MD&A tem sido, frequentemente, utilizado em pesquisas no passado (Pouryousof et al., 2022; Caserio et al., 2020; Aly et al., 2018).

$Setores_{i,t}$  = variável binária que representa a categoria de cada setor, sugerindo que os resultados não são dominados por um único setor (Aly et al., 2018; Alshorman e Shanahan, 2022). O ambiente do setor em que a empresa opera pode ser significativamente afetado em razão de crises (Zhou et al., 2022). A inclusão dessa variável permite observar a relação entre o setor da empresa e o tom otimista adotado no MD&A. Para isso, foram destacados os setores de Comércio Atacadista, Comércio Varejista, Indústria e

Construção, Telecomunicação e Mineração, Petróleo e Gás. Em função do número de observações, os setores de Outros serviços, Saúde e Assistência Social, Serviços de Alojamento e Alimentação, Serviços de Utilidade Pública e Serviços Profissionais foram agrupados em um único setor, “Serviços”.

O tom otimista no relatório foi capturado por meio do *software* Diction7®, projetado para análise de textos exclusivamente em língua inglesa. Os relatórios MD&A foram importados no Diction7®, em formato Adobe (\*.pdf). O *software* processa o texto buscando uma correspondência exata das palavras contidas, sendo consideradas apenas palavras individuais ou hifenizadas. Todo o documento foi analisado, sendo que as palavras com erros ortográficos ou abreviadas foram excluídas. Para calcular o otimismo, o Diction7® padroniza seis variáveis distintas, sendo combinadas somando termos de elogio, satisfação e inspiração, subtraindo termos relacionados à culpa, dificuldade e negação. Então, uma constante de 50 é adicionada, seguida de uma correção estatística que referencia o banco de dados normativo do léxico. Detalhes sobre o cálculo e os aspectos considerados pelo Diction7® podem ser obtidos em Hart e Carroll (2015).

Apesar de haver críticas quanto ao uso do Diction® (Loughran & McDonald, 2015), sua validade e eficácia foram testadas para capturar análise de tom na área financeira (Tailab & Burak, 2021; Fisher et al., 2019; Wisniewski & Yekini, 2015). Adicionalmente, sua aplicação é facilitada em grandes amostras e possui validade empírica robusta (Patelli & Pedrini, 2014), além de atrativos operacionais como a legibilidade das fórmulas, facilidade de uso, objetividade, confiabilidade e principalmente a sua validade (Sydserff & Weetman, 2002).

## 4 Apresentação e Análise de Resultados

### 4.1 Análise Descritiva dos dados

Inicialmente, a pesquisa observou o comportamento descritivo das variáveis contínuas, conforme apresentado na Tabela 3.

**Tabela 3**  
*Estatística descritiva*

Variáveis	Média	Mediana	DP	Mín	Máx
Otim	48,76	48,78	1,59	35,35	58,73
ROA	7,16	6,60	6,44	-34,58	57,41
Idade	27,80	29	9,68	0	44
Tam	24,27	24,41	1,41	19,45	27,41
Alav	0,64	0,63	0,18	0,11	1,33
Persis	20,31	20,37	1,64	14,55	24,19

A análise descritiva permite verificar que a variável otimismo não apresenta variabilidade extrema nos dados, pois ainda que haja amplitude entre os valores mínimo e máximo, o desvio-padrão é baixo e a proximidade entre a média e a mediana sugere uma distribuição simétrica. Isso pode indicar que as empresas tendem a manter um tom otimista em suas divulgações. Este achado está em consonância com a literatura que demonstra os benefícios potenciais de sustentar um sentimento positivo nas comunicações corporativas (Pouryousof et al., 2022; Zeng et al., 2022; Jiang et al., 2019), tais como influenciar positivamente investidores e atrair maior atenção dos analistas que acabam por fazer previsões de ganhos mais precisas para o mercado.

Além disso, a análise descritiva permite observar que a média e a mediana das variáveis estão próximas, mostrando que os dados não estão fortemente influenciados por valores extremos, indicando uma distribuição simétrica.

No entanto, a amplitude entre os valores mínimos e máximos destaca a variabilidade ou dispersão dos dados. Sendo que, nesse sentido, são mais evidentes os resultados para ROA e idade, indicando a presença de diferentes perfis e situações nas organizações analisadas. A amplitude na variável ROA destaca uma ampla variação no desempenho financeiro das empresas. Com um ROA mínimo de -34,58%, algumas empresas estão enfrentando resultados financeiros negativos, enquanto o ROA máximo de 57,41% indica que outras empresas estão obtendo retornos positivos sobre seus ativos. Essa amplitude sugere uma disparidade significativa no desempenho financeiro das empresas na amostra. Com relação à idade, há empresas muito jovens, com 0 anos, e empresas mais estabelecidas, com até 44 anos. Isso indica uma diversidade considerável na antiguidade das empresas na amostra.

Apesar de a variável de interesse ser binária, cerca de 4% das observações da amostra estão no contexto de empresas com redução nas receitas de vendas durante os períodos das crises financeiras e Covid-19. Isso pode ser explicado pelo perfil das empresas selecionadas na amostra, sendo as maiores empresas, em termos de receitas, listadas na *Fortune Global 500*. Apesar disso, entende-se que a verificação da relação entre crescimento da empresa e tom otimista num contexto de crise, mesmo considerando companhias de bom desempenho, pode mostrar a força do impacto dessa condição no tom dos relatórios emitidos pelas empresas.

Mais especificamente, a Tabela 4 apresenta a estatística descritiva dos dados, organizando as variáveis principais da pesquisa, “otimismo” e “variação da receita de venda”, em todo o período e no período de crise, por cada setor.

**Tabela 4***Estatística descritiva de otimismo e variação da receita de vendas por setor*

	Otim	VarRec. (2005 a 2022)	VarRec. na Crise	Otim	VarRec. (2005 a 2022)	VarRec. na Crise
	Comércio Atacadista			Outros Serviços		
Média	48,93	0,44	-0,10	49,32	0,06	-0,03
Mediana	48,75	0,07	0,00	49,40	0,04	0,00
Desvio padrão	1,40	2,37	0,90	0,77	0,05	0,06
Mínimo	45,36	-0,73	-10,04	46,97	-0,02	-0,20
Máximo	53,13	24,35	0,73	50,48	0,20	0,00
	Comércio Varejista			Saúde e Assistência Social		
Média	48,78	0,08	-0,02	50,85	0,22	-0,06
Mediana	48,92	0,07	0,00	50,31	0,17	0,00
Desvio padrão	1,41	0,11	0,07	2,44	0,18	0,12
Mínimo	41,57	-0,35	-0,39	48,28	-0,11	-0,52
Máximo	51,43	0,68	0,35	58,73	0,78	0,00
	Construção			Serviços de alojamento e alimentação		
Média	49,46	0,11	0,04	48,48	0,11	-0,02
Mediana	49,60	0,16	0,00	48,73	0,11	0,00
Desvio padrão	0,45	0,29	0,16	1,03	0,09	0,08
Mínimo	48,28	-0,55	-0,21	46,17	-0,11	-0,24
Máximo	49,98	0,63	0,55	49,82	0,24	0,11
	Indústria			Serviços de utilidade pública		
Média	48,72	0,06	-0,03	48,23	0,24	-0,12
Mediana	48,73	0,05	0,00	48,53	0,06	0,00
Desvio padrão	1,40	0,18	0,12	1,19	0,55	0,46
Mínimo	37,96	-0,53	-1,57	43,87	-0,28	-1,97
Máximo	56,98	1,57	0,40	49,36	1,97	0,07
	Telecomunicação			Serviços Profissionais		
Média	47,94	0,11	-0,03	49,63	0,18	-0,05
Mediana	48,21	0,06	0,00	49,63	0,15	0,00
Desvio padrão	2,10	0,16	0,10	1,24	0,25	0,14
Mínimo	35,35	-0,21	-0,89	46,63	-0,27	-0,60
Máximo	50,77	1,02	0,21	53,32	0,84	0,04
	Mineração, Petróleo e gás			Transporte e Armazenagem		
Média	48,47	0,09	-0,03	47,79	0,07	-0,02
Mediana	48,64	0,12	0,00	48,08	0,07	0,00
Desvio padrão	0,83	0,35	0,23	1,25	0,07	0,05
Mínimo	45,62	-0,62	-1,44	44,82	-0,12	-0,21
Máximo	49,73	1,44	0,42	50,08	0,21	0,01

Por meio da Tabela 4 verifica-se que no período todo, em média, os setores tiveram crescimento positivo. Porém, ao observar o movimento da variação das vendas no período de crise, fica evidente que apenas o setor de construção apresentou crescimento, sendo todos os outros impactados negativamente pelos períodos de crise. Também chama atenção o setor de construção, que apresentou menor variabilidade do tom otimista dos relatórios durante todo o período analisado.

#### 4.2 Análise Econométrica

Em seguida, foi verificada a hipótese de normalidade na distribuição das variáveis contínuas, por meio do teste de Shapiro-Wilk. Após observar que as variáveis não seguiram uma distribuição normal, aplicou-se o teste não paramétrico de correlação: o de Spearman. Esse teste foi realizado entre as variáveis contínuas, mas entre as variáveis contínuas e *dummies* foi aplicado o teste de correlação bisserial. Os resultados estão detalhados na Tabela 5.

Os resultados da Tabela 5 indicaram que não há uma correlação significativa entre o tom otimista do MD&A e os anos de crise em que a empresa apresenta redução nas receitas de vendas. Vale ressaltar que o propósito desse teste é ressaltar a correlação entre duas variáveis, todavia o ambiente empresarial é dinâmico, de modo que mais de um fator pode, concomitantemente, explicar o comportamento entre variáveis, conforme será observado nos testes de regressão em painel a seguir.

Outrossim, verificou-se uma relação significativa entre otimismo e as variáveis idade e tamanho, indicando que empresas mais antigas e maiores tendem a apresentar relatórios de MD&A com menor uso de um tom otimista. Essa tendência pode refletir uma abordagem mais conservadora que empresas estabelecidas e de grande porte adotam em suas divulgações a fim de preservar sua reputação (D'Amato & Falivena, 2019; Muttakin & Khan, 2014).

Com relação à persistência, as evidências sugerem que os casos de empresas com menor persistência dos resultados são aqueles que apresentam tom mais otimista nos relatórios. Esses achados são consistentes com pesquisas que apontam que o tom de gestão desempenha um papel importante na disposição dos executivos financeiros em relatar os ganhos, uma vez que podem ter incentivos para



apresentar as informações de modo a criar uma percepção mais positiva entre os leitores (Paul & Sharma, 2023; Boudt & Thewissen, 2019; Davis et al., 2012).

**Tabela 5**

*Análise de Correlação entre Otimismo e as variáveis dependente e de controle*

Variáveis	Otim	Crise*VarRec	ROA	Idade	Tam	Alav
Crise*VarRec	-0,0034					
ROA	-0,0693	-0,1652***				
Idade	-0,1085***	0,1119***	0,0992***			
Tam	-0,1546***	0,0308	0,0794***	0,4728***		
Alav	0,0456	0,0812***	-0,3426***	0,0568	0,0871***	
Persis	-0,2018***	0,1022***	0,1342***	0,4204***	0,8110***	0,0221***

Nota: Sendo \*\*\*, \*\* e \* a significância estatística a 1%, 5%, 10%, respectivamente.

Os achados da Tabela 5 mostram que Crise\*VarRec possui uma relação significativa com ROA, idade e alavancagem. Isso sugere que anos de crise em que a empresa apresenta diminuição nas receitas de vendas estão associados a um menor desempenho financeiro, a um maior nível de alavancagem e a uma menor resiliência em empresas mais antigas. Pode isso estar coerente com o fato de que, durante esses períodos, o crescimento e a rentabilidade empresarial tendem a ser impactados negativamente, levando a um aumento na alavancagem à medida que as empresas buscam mais financiamento para manter suas operações (Shaharuddin et al., 2021; Fuertes-Callén & Cuellar-Fernández, 2018; Shatonhoka, 2015). Além disso, empresas com mais tempo de mercado podem enfrentar desafios para inovar e adaptar-se rapidamente em tempos de crise, comprometendo sua capacidade de manter ou aumentar as receitas de vendas, se comparadas a empresas mais novas (Assefa et al., 2022; Ebersberger & Kuckertz, 2021).

Também chama a atenção a relação significativa e positiva entre persistência e a variável representativa da redução das receitas em período de crise, indicando que as empresas com resultados persistentes são aquelas com queda nas vendas durante as crises. Esse resultado sugere que as empresas, mesmo tendo redução das receitas, estejam adotando estratégias de gerenciamento de resultados de modo a evitar maior volatilidade desse valor diante do mercado. Por fim, realizou-se o teste de regressão Dif-in-Dif com dados em painel com efeitos aleatórios, cujos resultados estão evidenciados na Tabela 6.

**Tabela 6**

*Regressão Dif-in-Dif com dados em painel.*

Variáveis	Coef.	z
Crise	0,120	1,45
VarRec	-0,019	-1,13
Crise*VarRec	0,248	6,30***
ROA	0,001	0,29
Idade	0,003	0,27
Tam	0,140	1,44
Alav	0,083	0,20
Persis	-0,136	-2,43**
com_atac	-0,464	-0,77
com_varj	-0,610	-1,14
fabric	-0,644	-1,27
informa	-1,426	-2,96***
minera	-0,773	-1,43
Const	48,568	18,50***
F		2,07**
R <sup>2</sup>		0,1081
Teste de Wooldridge		3,372*
Shapiro Wilk		11,568***
VIF		2,18
Teste de White		83,88
Teste de Hausman		11,28

Nota: Sendo \*\*\*, \*\* e \* a significância estatística a 1%, 5%, 10%, respectivamente. com\_atac (Comércio Atacadista); com\_varj (Comércio Varejista); fabric (Indústria e Construção); informa (Telecomunicação); minera (Mineração, Petróleo e Gás).

Com relação aos testes de pressupostos da regressão, não foi rejeitada a hipótese de homoscedasticidade, mas sim a de normalidade dos resíduos e de autocorrelação. Para abordar o problema de autocorrelação, identificado a um nível de significância de 10%, foi utilizado o método de estimação por efeitos aleatórios com erros-padrão robustos, agrupando por indivíduo (Fávero, 2015).

O estimador com agrupamento por indivíduo (vce cluster), especifica que o erro-padrão relatado permite correlação intragrupo (STATA, 2024). O agrupamento na variável do painel produz um estimador que é robusto à heteroscedasticidade transversal e à correlação no painel (serial), equivalente ao proposto por Arellano (1987). Quanto à multicolinearidade, os resultados não mostraram um valor individual de VIF

excedendo 2,18, indicando que não há evidências que justifiquem a remoção de qualquer variável do modelo. Por fim, o teste de Hausman indicou uma preferência pelo uso de modelos de efeitos aleatórios.

Os resultados da regressão evidenciaram que não há relação estatisticamente significativa entre a crise e a variação da receita de vendas com o tom otimista dos relatórios. Mas que, quando considera a redução das vendas da empresa no período de crise, a relação é positiva e significativa. Portanto, os resultados não permitem rejeitar a hipótese da pesquisa, indicando que, em períodos de crise, quando as empresas enfrentam redução em suas vendas, há uma tendência em manter um tom otimista em seus MD&A.

Isso significa que, em resposta aos desafios financeiros, como aqueles provocados por crises (Fuentes-Callén & Cuellar-Fernández, 2018; Ferrando et al., 2017; Shatonhoka, 2015), gestores de empresas não-saudáveis podem usar o tom de seus relatórios para buscar estratégias de gerenciamento de impressão, usando palavras mais positivas, se comparadas com empresas em crescimento. Esses achados estão em concordância com os encontrados por Hsu e Yang (2022), Zhou et al. (2022), Caserio et al. (2020) e Boudt e Thewissen (2019).

Esta estratégia pode ser uma tentativa de transmitir uma percepção de menor risco aos negócios e influenciar positivamente os investidores (Pouryousof et al., 2022; Castro et al., 2019). Isso está alinhado com a teoria da agência, que sugere que gestores podem ter incentivos para iludir os acionistas, o que pode ser refletido no tom anormal das narrativas corporativas (Paul & Sharma, 2023; Hoberg & Lewis, 2017).

Por sua vez, o uso de um tom otimista em MD&As, juntamente com um cenário de queda nas vendas, pode não refletir a realidade financeira e econômica da empresa no momento, podendo ocasionar repercussões adversas para o mercado de capitais. Isso inclui assimetria de informação, retornos atípicos de ações, volatilidade dos preços e avaliação incorreta das ações. Além disso, a utilidade dos relatórios como fonte de informação confiável diminui, podendo corroer a confiança dos investidores e afetar adversamente a estabilidade e a integridade do mercado financeiro (Rezaee et al., 2024; Pouryousof et al., 2022).

Além disso, o tom de relatórios informacionais das empresas pode impactar decisões de receptores dessas informações. Nesse sentido, por exemplo, um tom otimista e incoerente em narrativas gerenciais pode influenciar negativamente a precisão das previsões dos analistas, conforme mostrado em estudos sobre estratégias de comunicação (Berns & Simons, 2022; Liang & Wu, 2022). Essas descobertas contribuem para o debate sobre a credibilidade das narrativas de MD&A, indicando que, em contextos externos adversos, as empresas podem manipular narrativas para ocultar desempenhos fracos (Caserio et al., 2020; Ben-Amar & Belgacem, 2018).

Contudo, em contraste a estes resultados, Patelli e Pedrini (2014) identificaram que o tom otimista presente nas cartas de CEOs é congruente com o desempenho passado e futuro, concluindo que, sob condições macroeconômicas difíceis, os incentivos para distorcer informações estrategicamente são baixos. Os autores adotam a teoria da ação comunicativa de Habermas (1987, 1984), que argumenta que os atores sociais dependem de argumentos fundamentados para alcançar um entendimento mútuo e as empresas podem usar suas comunicações para promover uma visão compartilhada, em vez de simplesmente manipular as percepções.

Por fim, os resultados sugerem que as empresas com menor persistência dos resultados tendem a apresentar um tom otimista nos relatórios MD&A. Isso é consistente com estudos que sugerem que gestores usam um tom mais otimista nos relatórios financeiros como uma estratégia de gerenciamento de impressões a fim de manter uma imagem positiva da empresa diante do mercado de capitais, mesmo quando os resultados financeiros indicam instabilidade ou incertezas (Paul & Sharma, 2023; Caserio et al., 2020; Boudt & Thewissen, 2019; Davis et al., 2012).

Embora esse achado seja contrário a algumas pesquisas anteriores, que fornecem evidências de uma associação positiva entre o tom das divulgações financeiras e a persistência dos lucros (Rahman, 2023; Li, 2008), ressalta-se aqui o recorte das crises, cenário que pode favorecer a busca de um tom mais otimista nos relatórios, mesmo diante de quedas nas vendas.

#### 4.3 Testes de Robustez

Com o intuito de corroborar os resultados da pesquisa, ou mesmo refutá-los, foram realizados testes de robustez considerando duas outras amostras de empresas. Para tanto, consideramos 74 empresas de médio porte dos EUA, assim classificadas pelo critério de possuírem data de negociação armazenada pela Refinitiv® anterior ou igual a 2005 e data de encerramento do exercício até 31 de dezembro de 2022, e cujo logaritmo do ativo total registrado ao final do ano fiscal estava em torno da média calculada.

Também foram consideradas as empresas brasileiras de capital aberto que divulgam os Relatórios de Administração em inglês, uma vez que esse aspecto é fundamental para o uso do *software* Diction®. A amostra do Brasil ficou definida em 26 empresas.

Embora o Relatório de Administração e o MD&A sejam narrativas complementares às demonstrações financeiras, fornecendo uma visão sobre o desempenho e as estratégias da empresa (SEC, 2023; Hoberg & Lewis, 2017; Silva et al., 2007), eles diferem em seus marcos regulatórios.

No Brasil, o Relatório de Administração é exigido pela Lei 6.404/1976, enquanto o MD&A é comum em contextos internacionais e regulado pela SEC nos Estados Unidos. O MD&A é submetido às exigências da SEC de publicação de certos assuntos (como perspectivas de investimentos e de resultados), algo que,

apesar das regras existentes no Brasil, não ocorre no Relatório de Administração (Pagliarussi & Scotá, 2009; Bryan, 1997).

As Tabelas 7 e 8 trazem a distribuição das empresas por setores da amostra dos EUA e do Brasil, respectivamente. O que é possível perceber é que, embora o número de empresas varie, a composição dos setores é semelhante à amostra original da pesquisa.

**Tabela 7**

*Número de empresas por setor na amostra de médias empresas dos EUA.*

Setores	Empresas	Setores	Empresas
Comércio Atacadista	4	Saúde e Assistência Social	3
Comércio Varejista	2	Serviços Administrativos	2
Imobiliário	6	Serviços de alojamento e alimentação	4
Indústria	36	Serviços Profissionais	8
Telecomunicação	4	Transporte e Armazenagem	5
<b>TOTAL</b>		<b>74</b>	

**Tabela 8**

*Número de empresas por setor na amostra de empresas do Brasil*

Setores	Empresas	Setores	Empresas
Comércio Atacadista	1	Telecomunicação	2
Comércio Varejista	1	Mineração, Petróleo e gás	1
Construção	1	Serviços Administrativos	1
Imobiliário	1	Serviços de utilidade pública	5
Indústria	10	Transporte e Armazenagem	3
<b>TOTAL</b>		<b>26</b>	

Para realizar os testes de regressão, na amostra dos EUA, os setores Imobiliário, Indústria, Telecomunicações, Serviços de Alojamento e Alimentação, Serviços Profissionais e Transporte e Armazenagem ficaram apresentados individualmente. No entanto, dado o número de observações, os setores de Comércio Atacadista e Comércio Varejista foram agrupados, assim como os setores de Saúde e Assistência Social e Serviços Administrativos.

No caso da amostra do Brasil, os setores de Indústria, Serviços de Utilidade Pública e Transporte e Armazenagem permaneceram individualmente apresentados, enquanto Comércio Atacadista, Comércio Varejista, Construção e Imobiliário foram agrupados, bem como Telecomunicação, Mineração e Serviços Administrativos. Assim sendo, aplicou-se a regressão de diferença-em-diferença para essas amostras, cujo resultado está apresentado na Tabela 9.

**Tabela 9**

*Regressão Dif-in-Dif – para segunda amostra dos EUA e para o Brasil*

EUA			Brasil		
Variáveis	Coef.	Z	Variáveis	Coef.	z
Crise	-0,077	-0,99	Crise	-0,006	-0,05
VarRec	0,065	0,84	VarRec	0,302	1,29
Crise*VarRec	0,217	2,65***	Crise*VarRec	0,690	2,24**
ROA	-0,003	-2,18**	ROA	0,012	1,75*
Idade	0,017	2,18**	Idade	-0,031	-1,72*
Tam	0,037	0,55	Tam	0,671	4,48***
Alav	0,040	0,24	Alav	0,024	0,05
Persis	-0,010	-0,26	Persis	-0,019	-0,21
comerc	-0,020	-0,04	comerc	1,180	2,34
imobilia	0,540	1,01	fabric	0,237	0,35
fabric	0,306	1,02	serv	-1,504	2,73***
serv	1,042	2,68***	utilid	0,744	1,41
alojam	0,854	1,94*	F		2,44**
servprof	0,660	1,76*	R <sup>2</sup>		0,1656
transp	0,957	2,62***	Teste de Wooldridge		0,377
Const	47,271	30,73***	VIF		1,97
F		2,18**	Teste de White		101,96**
R <sup>2</sup>		0,1287	Teste de Hausman		19,89**
Teste de Wooldridge		2,480			
VIF		2,02			
Teste de White		80,50			
Teste de Hausman		4,06			

Nota: Sendo \*\*\*, \*\* e \* a significância estatística a 1%, 5%, 10%, respectivamente. commerc (Comércio Atacadista e Comércio Varejista); imobilia (Imobiliário); fabric (Indústria e Construção); serv (Saúde e Assistência social, Serviços Administrativos); aloj (Serviços de alojamento e alimentação); servprof (Serviços Profissionais); transp (Transporte e Armazenagem); utilid (Serviços de utilidade pública)

Para ambos os países, os resultados corroboram a ideia de que empresas com redução das receitas de vendas em períodos de crise apresentam um tom otimista em seus relatórios, mesmo considerando empresas dos EUA de porte diferente e ambientes distintos, como o Brasil.

Os resultados da Tabela 9 sugerem que a relação entre ROA e Idade com o tom dos relatórios é contrária quando se comparada com os EUA e o Brasil. Os testes indicaram que as empresas de tom otimista são aquelas de menor desempenho e de maior idade nos EUA, enquanto no Brasil os resultados são opostos. Adicionalmente, no Brasil, o tamanho apresentou-se estatisticamente significativo e positivo em relação ao tom do Relatório de Administração das empresas.

## 5. Considerações Finais

Visando contribuir com as pesquisas e com a discussão sobre a influência de vieses no tom de relatórios financeiros, especificamente o MD&A, esse estudo analisou a relação entre o viés de otimismo presente no tom desses relatórios e a redução nas receitas de vendas durante os períodos de crise enfrentados pelas empresas, incluindo a crise financeira de 2008 e a pandemia da Covid-19.

No geral, os resultados da pesquisa indicaram que, em períodos de crises financeiras ou pandêmicas, empresas com queda nas receitas de vendas tendem a adotar um tom mais otimista em suas narrativas de MD&A. Desta forma, a hipótese de pesquisa não foi rejeitada, sugerindo o uso do tom otimista como uma estratégia de gerenciamento de impressão para influenciar favoravelmente a percepção de investidores e do mercado de capitais. Esse resultado foi corroborado mesmo aplicando a pesquisa em duas outras amostras: para médias empresas dos EUA e para empresas do Brasil, o que fortalece os achados.

Assim, o estudo traz contribuições práticas ao apontar a analistas que o tom otimista dos relatórios de MD&A pode ser uma estratégia defensiva contra receitas em declínio durante crises, ao invés de um indicador de saúde financeira. Isso poderá resultar em previsões de ganhos mais acuradas. Adicionalmente, sinaliza aos investidores a necessidade de ajustar suas expectativas e avaliações, considerando não apenas os números apresentados, mas também o tom da comunicação. Ao destacar a maleabilidade no tom do MD&A, contribui com órgãos reguladores, incluindo o IASB e SEC, reforçando a discussão contínua sobre a necessidade de aprimorar a qualidade das informações divulgadas nessas comunicações. Por fim, contribui com a literatura para o entendimento sobre como as empresas adotam um tom mais otimista em seus relatórios de MD&A em períodos de crise e redução nas receitas de vendas, alinhando-se com teorias e estudos anteriores que indicam uma tendência das empresas em apresentar uma situação favorável, apesar das adversidades externas.

Para aprimorar e expandir esse estudo, pesquisas futuras poderiam abordar as limitações e delimitações utilizadas, buscando avançar nas análises. Uma limitação desse estudo é o perfil das empresas selecionadas na amostra, que consiste nas maiores empresas, em termos de receitas, listadas na *Fortune Global 500* em 2023. Pesquisas futuras podem explorar amostras com um número maior de países, melhorando os modelos de previsão do tom do MD&A, assim como considerar outros vieses comportamentais discutidos na literatura, como excesso de confiança e realismo. Isso ajudaria a entender melhor os fatores que influenciam o tom desses relatórios.

Além disso, outra limitação da pesquisa diz respeito à abordagem adotada para analisar o tom dos relatórios de MD&A, que, neste estudo, não considerou a complexidade e as interações entre múltiplos atores envolvidos na comunicação corporativa, conforme discutido por Brennan e Merkl-Davies (2018). A escolha de analisar a relação entre o tom dos textos e as vendas, em vez do tom e o preço das ações, foi motivada pelo interesse em verificar se as empresas com menor receita, e consequentemente menor lucro, alteram o tom do MD&A para influenciar a percepção dos analistas e investidores durante períodos de crise. Essa abordagem foca no impacto *ex-ante*, observando a receita como um indicador antecipado e esperando um efeito indireto para o mercado de capitais. No entanto, pesquisas futuras poderiam considerar o impacto externo e direto no mercado, por meio do impacto no comportamento do preço das ações, sendo essa uma análise *ex-post*.

## Referências

- Ahmed, Y., & Elshandidy, T. (2021). Effect of leverage deviation on choices and outcomes of public versus non-public acquisitions. *International Journal of Finance and Economics*, 26(3), 3436-3459. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1969>
- Alalwani, Z., & Mousa, G. A. (2020). Optimistic disclosure tone in corporate annual reporting and financial performance. *Anais... In: International Conference on Decision Aid Sciences and Application (DASA)*. <https://doi.org/10.1109/DASA51403.2020.9317105>.
- Alhadab, M., & Clacher, I. (2018). The impact of audit quality on real and accrual earnings management around IPOs. *British Accounting Review*, 50(4), 442-461. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.12.003>
- Alli, R., Nicolaidis, R., & Craig, R. (2018). Detecting advance fee fraud emails using self-referential pronouns: A preliminary analysis. *Accounting Forum*, 42, 78-85. <https://doi.org/10.1016/j.accfor.2018.01.003>.
- Alshorman, S. A. A., & Shanahan, M. (2022). The voice of profit: exploring the tone of Australian CEO's letters to shareholders after the global financial crisis. *Corporate Communications*, 27(1), 127-147. <https://doi.org/10.1108/CCIJ-12-2020-0169>



- Aly, D., El-Halaby, S., & Hussainey, K. (2018). Tone disclosure and financial performance: evidence from Egypt. *Accounting Research Journal*, 31(1), 63-74. <https://doi.org/10.1108/ARJ-09-2016-0123>
- Arellano, M. (1987). Computing robust standard errors for within-groups estimators. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 49(4), 431-434. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0084.1987.mp49004006.x>
- Assefa, D. Z., Colovic, A., & Misganaw, B. A. (2022). Firm size, firm age and business model innovation in response to a crisis: evidence from 12 countries. *International Journal of Innovation Management*, 26(7), 1-26. <https://doi.org/10.1142/S1363919622500542>
- Ataullah, A., Vivian, A., & Xu, B. (2018). Optimistic Disclosure Tone and Conservative Debt Policy. *Abacus*, 54(4), 445-484. <https://doi.org/10.1111/abac.12140>
- Ayuningtyas, E. S., & Harymawan, I. (2021). Negative Tone and Readability in Management Discussion and Analysis Reports: Impact on The Cost of Debt. *Jurnal Manajemen Teori Dan Terapan| Journal of Theory and Applied Management*, 14(2), 129-146. <https://doi.org/10.20473/jmtt.v14i2.26681>
- Azar, N., Zakaria, Z., & Sulaiman, N. A. (2019). The Quality of Accounting Information: Relevance or Value-Relevance? *Asian Journal of Accounting Perspectives*, 12(1), 1-21. <https://doi.org/10.22452/ajap.vol12no1.1>
- Baker, M., & Wurgler, J. (2007). Investor sentiment in the stock market. *Journal of Economic Perspectives*, 21(2), 129-152. <https://doi.org/10.1257/jep.21.2.129>
- Bassyouny, H., Abdelfattah, T., & Tao, L. (2022). Narrative disclosure tone: A review and areas for future research. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 49 (100511), 100511. <https://doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2022.100511>
- Ben-Amar, W., & Belgacem, I. (2018). Do socially responsible firms provide more readable disclosures in annual reports? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 25(5), 1009-1018. <https://doi.org/10.1002/csr.1517>
- Berns, J., & Simons, T. (2022). How Incongruence Between Managers' Tone of Voice and Word Sentiment Influences Security Analysts. *Academy of Management Proceedings*, 2022(1). <https://doi.org/10.5465/ambpp.2022.11420abstract>
- Bochkay, K., & Levine, C. B. (2019). Using MD&A to Improve Earnings Forecasts. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 34(3), 458-482. <https://doi.org/10.1177/0148558X17722919>
- Boudt, K., & Thewissen, J. (2019). Jockeying for Position in CEO Letters: Impression Management and Sentiment Analytics. *Financial Management*, 48(1), 77-115. <https://doi.org/10.1111/fima.12219>
- Bradshaw, M. T., Drake, M. S., Myers, J. N., & Myers, L. A. (2012). A re-examination of analysts' superiority over time-series forecasts of annual earnings. *Review of Accounting Studies*, 17(4), 944-968. <https://doi.org/10.1007/s11142-012-9185-8>
- Brennan, N. M., & Merkl-Davies, D. M. (2018). Do firms effectively communicate with financial stakeholders? A conceptual model of corporate communication in a capital market context. *Accounting and Business Research*, 48(5), 553-577. <https://doi.org/10.1080/00014788.2018.1470143>
- Bryan, S. H. (1997). Incremental Information Content of Required Disclosures Contained in Management Discussion and Analysis. In *Source: The Accounting Review*, 72(2), 285-301. <https://www.jstor.org/stable/248557>
- Carsten, M. K., Bligh, M. C., Koles, J. C., & Lau, V. W. (2018). A follower-centric approach to the 2016 US presidential election: candidate rhetoric and follower attributions of charisma and effectiveness. *Leadership*, 0(0) 1-26. <https://doi.org/10.1177/1742715018817930>
- Caserio, C., Panaro, D., & Trucco, S. (2020). Management discussion and analysis: a tone analysis on US financial listed companies. *Management Decision*, 58(3), 510-525. <https://doi.org/10.1108/MD-10-2018-1155>
- Castro, V. B. de, Gul, F. A., Muttakin, M. B., & Mihret, D. G. (2019). Optimistic tone and audit fees: Some Australian evidence. *International Journal of Auditing*, 23(2), 352-364. <https://doi.org/10.1111/ijau.12165>
- Caylor, M., Cecchini, M., & Winchel, J. (2017). Analysts' qualitative statements and the profitability of favorable investment recommendations. *Accounting, Organizations and Society*, 57, 33-51. <http://dx.doi.org/10.1016/j.aos.2017.03.005>
- Che, L., Hope, O. K., & Langli, J. C. (2020). How big-4 firms improve audit quality. *Management Science*, 66(10), 4552-4572. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2019.3370>
- Czerney, K., Lisic, L. L., Wu, B., & Zhang, I. (2020). Big 4 Auditors, Litigation Risk, and Disclosure Tone. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3002548>
- D'Amato, A., & Falivena, C. (2020). Corporate social responsibility and firm value: Do firm size and age matter? Empirical evidence from European listed companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(2), 909-924. <https://doi.org/10.1002/csr.1855>
- Davis, A. K., Piger, J. M., & Sedor, L. M. (2012). Beyond the numbers: Measuring the information content of earnings press release language. *Contemporary Accounting Research*, 29(3), 845-868. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01130.x>
- Davis, A. K., Ge, W., Matsumoto, D., & Zhang, J. L. (2015). The effect of manager-specific optimism on the tone of earnings conference calls. *Review of Accounting Studies*, 20(2), 639-673. <https://doi.org/10.1007/s11142-014-9309-4>

- Diamond, D. W. (1989). Reputation Acquisition in Debt Markets. *Journal of Political Economy*, 97(4), 828-862. <https://doi.org/10.1086/261630>
- Du Toit, E., & Delpoit, P. W. J. (2021). Supplementary Mineral Resources and Mineral Reserves Reports: Readability and textual choice. *Journal of the Southern African Institute of Mining and Metallurgy*, 121(3), 119–128. <https://doi.org/10.17159/2411-9717/1381/2021>
- Du Toit, E., & Esterhuysen, L. (2021). Narrative Styles and Institutional Isomorphism in South African CEOs' Shareholder Letters. *The African Journal of Information and Communication*, 27, 1–17. <https://doi.org/10.23962/10539/31369>
- Dutta, S., Fuksa, M., & Macaulay, K. (2019). Determinants of MD&A sentiment in Canada. *International Review of Economics and Finance*, 60(1), 130-148. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2018.12.017>
- Ebersberger, B., & Kuckertz, A. (2021). Hop to it! The impact of organization type on innovation response time to the COVID-19 crisis. *Journal of Business Research*, 124(1), 126-135. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.11.051>
- El-Deeb, M. S., Halim, Y. T., & Elbayoumi, A. F. (2022). Disclosure tone, corporate governance and firm value: evidence from Egypt. *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, 29(3), 793-814. <https://doi.org/10.1080/16081625.2021.1934708>
- Fávero, L. P. (2015). *Análise de Dados*. 1 ed. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Ferrando, A., Marchica, M. T., & Mura, R. (2017). Financial Flexibility and Investment Ability Across the Euro Area and the UK. *European Financial Management*, 23(1), 87-126. <https://doi.org/10.1111/eufm.12091>
- Fisher, R., van Staden, C. J., & Richards, G. (2020). Watch that tone: An investigation of the use and stylistic consequences of tone in corporate accountability disclosures. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 33(1), 77-105. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-10-2016-2745>
- Fuertes-Callén, Y., & Cuellar-Fernández, B. (2019). Inter-relationship between firm growth and profitability in a context of economic crisis. *Journal of Business Economics and Management*, 20(1), 86-106. <https://doi.org/10.3846/jbem.2019.6928>
- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1980). Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation. *The Bell Journal of Economics*, 11(1), 42. <https://doi.org/10.2307/3003400>
- Habermas, J. (1984). *The theory of communicative action: Volume 1: Reason and the rationalization of society* (T. McCarthy, Trans.). Boston, MA: Beacon Press.
- Habermas, J. (1987). *The theory of communicative action: Volume 2: Lifeworld and system: A critique of functionalist reason* (T. McCarthy, Trans.). Boston, MA: Beacon Press.
- Habib, A., Ranasinghe, D., Muhammadi, A. H., & Islam, A. (2018). Political connections, financial reporting and auditing: Survey of the empirical literature. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 31(1), 37-51. <https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2018.05.002>
- Hart, R. P., & Carroll, C. E. (2015). *Diction 7 – The text analysis program*. Digitex, inc.
- Hilton, A. S., & O'Brien, P. C. (2009). Inco Ltd.: Market value, fair value, and management discretion. *Journal of Accounting Research*, 47(1), 179-211. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00314.x>
- Hoberg, G., & Lewis, C. (2017). Do fraudulent firms produce abnormal disclosure? *Journal of Corporate Finance*, 43(1), 58-85. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.12.007>
- Hsu, Y. L., & Yang, Y. C. (2022). Corporate governance and financial reporting quality during the COVID-19 pandemic. *Finance Research Letters*, 47(102778), 102778. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102778>
- IASB – International Accounting Standards Board. (2018). *Conceptual framework for financial reporting*. London: IASB. Recuperado de: [www.ifrs.org](http://www.ifrs.org)
- IASB – International Accounting Standards Board. (2021). *Snapshot: Exposure Draft Management Commentary*. London: IASB. Recuperado de: [www.ifrs.org](http://www.ifrs.org)
- Iatrides, G. E. (2016). Financial reporting language in financial statements: Does pessimism restrict the potential for managerial opportunism? *International Review of Financial Analysis*, 45, 1–17. <http://dx.doi.org/10.1016/j.irfa.2016.02.004>
- Iqbal, J., & Riaz, K. (2022). Predicting future financial performance of banks from management's tone in the textual disclosures. *Quality and Quantity*, 56(4), 2691-2721. <https://doi.org/10.1007/s11135-021-01216-5>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jiang, F., Lee, J., Martin, X., & Zhou, G. (2019). Manager sentiment and stock returns. *Journal of Financial Economics*, 132(1), 126-149. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.10.001>
- Koelbl, M. (2020). Is the MD&A of US REITs informative? A textual sentiment study. *Journal of Property Investment and Finance*, 38(3), 181-201. <https://doi.org/10.1108/JPIF-12-2019-0149>
- Kuckertz, A., Brändle, L., Gaudig, A., Hinderer, S., Morales Reyes, C. A., Prochotta, A., Steinbrink, K. M., & Berger, E. S. C. (2020). Startups in times of crisis – A rapid response to the COVID-19 pandemic. *Journal of Business Venturing Insights*, 13(e00169), e00169. <https://doi.org/10.1016/j.jbvi.2020.e00169>

- Laskin, A. V. (2018). The Narrative Strategies of Winners and Losers: Analyzing Annual Reports of Publicly Traded Corporations. *International Journal of Business Communication*, 55(3), 338-356. <https://doi.org/10.1177/2329488418780221>
- Lemeunier, S. M. (2021). Information Asymmetry and the Mutual Fund Market. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 81(1), 440-448. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2020.10.027>
- 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>
- Loughran, T., & McDonald, B. (2015). The Use of Word Lists in Textual Analysis. *Journal of Behavioral Finance*, 16(1), 1-11. <https://doi.org/10.1080/15427560.2015.1000335>
- Malik, M. S., & Makhdoom, D. D. (2016). Does corporate governance beget firm performance in Fortune Global 500 companies? *Corporate Governance (Bingley)*, 16(4), 747-764. <https://doi.org/10.1108/CG-12-2015-0156>
- Marquez-Illescas, G., Zebedee, A. A., & Zhou, L. (2019). Hear Me Write: Does CEO Narcissism Affect Disclosure? *Journal of Business Ethics*, 159(2), 401-417. <https://doi.org/10.1007/s10551-018-3796-3>
- Marshall, S. B. (1998). Content Analysis of Information Cited in Reports of Sell-Side Financial Analysts. *CFA Digest*, 28(2), 9-11. <https://doi.org/10.2469/dig.v28.n2.254>
- Merkel-Davies, D. M., & Brennan, N. M. (2011). A conceptual framework of impression management: New insights from psychology, sociology and critical perspectives. *Accounting and Business Research*, 41(5), 415-437. <https://doi.org/10.1080/00014788.2011.574222>
- Muttakin, M. B., & Khan, A. (2014). Determinants of corporate social disclosure: Empirical evidence from Bangladesh. *Advances in Accounting*, 30(1), 168-175. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2014.03.005>
- Nicola, M., Alsafi, Z., Sohrabi, C., Kerwan, A., Al-Jabir, A., Iosifidis, C., Agha, M., & Agha, R. (2020). The socio-economic implications of the coronavirus pandemic (COVID-19): A review. *International Journal of Surgery*, 78(1), 185-193. <https://doi.org/10.1016/j.ijsu.2020.04.018>
- Oliveira, M. G., Azevedo, G., & Oliveira, J. (2021). The Relationship between the Company's Value and the Tone of the Risk-Related Narratives: The Case of Portugal. *Economies*, 9(70), 2-28. <https://doi.org/10.3390/economies9020070>
- Pagliaruss, M. S., & Scotá, R. (2009). O uso do disclosure narrativo em relatórios anuais corporativos para inferência da continuidade das empresas. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 3(5), 3-24. <https://doi.org/10.11606/rco.v3i5.34729>
- 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>
- Paul, S., & Sharma, P. (2023). Does earnings management affect linguistic features of MD&A disclosures? *Finance Research Letters*, 51(103352), 1-9. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.103352>
- Pelger, C. (2020). The Return of Stewardship, Reliability and Prudence—A Commentary on the IASB's New Conceptual Framework. *Accounting in Europe*, 17(1), 33-51. <https://doi.org/10.1080/17449480.2019.1645960>
- Pouryousof, A., Nassirzadeh, F., Hesarzadeh, R., & Askarany, D. (2022). The Relationship between Managers' Disclosure Tone and the Trading Volume of Investors. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(12), 618. <https://doi.org/10.3390/jrfm15120618>
- Rahman, S. (2023). Narrative tone and earnings persistence. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 52(100562), 1-16. <https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2023.100562>
- Rezaee, Z., Pouryousof, A., & Soleimani, A. (2024). An Examination of Management Tone in the MD&A in the Context of Fraud Pentagon. *Journal of Forensic Accounting Research*, 1-27. <https://doi.org/10.2308/JFAR-2023-039>
- Rodini, L. (2023). What Was the Financial Crisis of 2007–2008? Causes, Outcomes & Lessons Learned. *TheStreet*. <https://www.thestreet.com/dictionary/f/financial-crisis-2007-2008>
- STATA (2024). xtreg - Linear models for panel data. Recuperado de: <https://www.stata.com/manuals/xtxtreg.pdf>.
- SEC – Securities and Exchange Commission. (2020). *Regulation S-K (item 303)*. U.S: SEC. Recuperado de: [www.sec.gov](http://www.sec.gov)
- SEC – Securities and Exchange Commission. (2023). *Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations; Certain Investment Company Disclosures. Interpretive Rule*. U.S: SEC. Recuperado de: [www.sec.gov](http://www.sec.gov)
- Silva, C. A. T., Rodrigues, F. F., & Abreu, R. L. (2007). Análise dos relatórios de administração das companhias abertas brasileiras: um estudo do exercício social de 2002. *Revista de Administração Contemporânea*, 11(2), 71-92. <https://doi.org/10.1590/s1415-65552007000200005>
- Shaharuddin, S. N. H., Mahmud, R., Mohd Azhari, N. K., & Perwitasari, W. (2021). Company Performance during Covid-19: Impact of Leverage, Liquidity and Cash Flows. *Environment-Behaviour Proceedings Journal*, 6(17), 11-16. <https://doi.org/10.21834/ebpj.v6i17.2878>



- Shatonhoka, E. N. (2015). The Challenges of Managing an Organisation during and after the Economic Crisis. *International Journal of Economics & Management Sciences*, 04(02), 1-4. <https://doi.org/10.4172/2162-6359.1000222>
- Srinivasan, P., & R., S. (2015). Narrative Analysis of Annual Reports - A Study of Communication Efficiency. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2611890>
- Stiglitz, J. E. (1972). Some aspects of the pure theory of corporate finance: Bankruptcies and take-overs. *The Bell Journal of Economics*, 3(2), 458. <https://doi.org/10.2307/3003033>
- Sydserff, R., & Weetman, P. (2002). Developments in content analysis: A transitivity index and DICTION scores. In *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 15(4), 523-545. <https://doi.org/10.1108/09513570210440586>
- Tailab, M., & Burak, M. J. (2018). Is the rhetorical tone in a MD&A consistent with financial performance? *Journal of Finance and Accountancy*, 23(1), 1-18. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3251680](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3251680)
- Tailab, M. M., & Burak, M. J. (2021). Examining the Effect of Linguistic Style in an MD&A on Stock Market Reaction. *International Journal of Business Communication*, 58(3), 430-458. <https://doi.org/10.1177/2329488418762293>
- Trading Economics. (2023). Estados Unidos - PIB (anual). <https://pt.tradingeconomics.com/united-states/full-year-gdp-growth>
- White House. (2022). *The U.S. Economy and the Global Pandemic*. White House. <https://www.whitehouse.gov/wp-content/uploads/2022/04/Chapter-3-new.pdf>
- Wisniewski, T. P., & Yekini, L. S. (2015). Stock market returns and the content of annual report narratives. *Accounting Forum*, 39(4), 281-294. <https://doi.org/10.1016/j.accfor.2015.09.001>
- Wu, D. X., Yao, X., & Guo, J. L. (2021). Is Textual Tone Informative or Inflated for Firm's Future Value? Evidence from Chinese Listed Firms. *Economic Modelling*, 94, 513-525. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.02.027>
- Yang, F., Huang, J., & Cai, Y. (2022). Tone of Textual Information in Annual Reports and Regulatory Inquiry Letters: Data from China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 58(2), 417-427. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2021.1903870>
- Yuan, D., Shang, D., Ma, Y., & Li, D. (2022). The Spillover Effects of Peer Annual Report Tone for Firm Innovation Investment: Evidence from China. *Technological Forecasting and Social Change*, 177(121518), 121518. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2022.121518>
- Zeghal, D., & Aoun, M. El. (2016). The Effect of the 2007/2008 Financial Crisis on Enterprise Risk Management Disclosure of Top US Banks. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 12(1), 28-51. <https://doi.org/10.17265/1548-6583/2016.01.003>
- Zeng, Y., Chan, K. C., Chen, Y., & Li, L. (2022). Do analysts pay attention to managerial sentiment? Evidence from analysts' following decisions and earnings forecasts. *Borsa Istanbul Review*, 23(2), 269-284. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.10.008>
- Zhang, Z., Luo, M., Hu, Z., & Niu, H. (2022). Textual Emotional Tone and Financial Crisis Identification in Chinese Companies: A Multi-Source Data Analysis Based on Machine Learning. *Applied Sciences*, 12(13), 6662. <https://doi.org/10.3390/app12136662>
- Zhou, D., Zhou, H., Bai, M., & Qin, Y. (2022). The COVID-19 outbreak and corporate cash-holding levels: Evidence from China. *Frontiers in Psychology*, 13, 942210. <https://doi.org/10.3389/fpsyg.2022.942210>

## NOTAS

### AGRADECIMENTOS

Agradecemos à CAPES (Processo nº 88887.903920/2023-00) pelo apoio desta pesquisa para L. D. V. Nunes.

### CONTRIBUIÇÃO DE AUTORIA

Concepção e elaboração do manuscrito: L. D. V. Nunes, P. C. C. Nardi

Coleta de dados: L. D. V. Nunes, P. C. C. Nardi

Análise de dados: L. D. V. Nunes, P. C. C. Nardi

Discussão dos resultados: L. D. V. Nunes, P. C. C. Nardi

Revisão e aprovação: P. C. C. Nardi

### CONJUNTO DE DADOS DE PESQUISA

O conjunto de dados que dá suporte aos resultados deste estudo não está disponível publicamente.

### FINANCIAMENTO

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código de Financiamento 001.





## **CONSENTIMENTO DE USO DE IMAGEM**

Não se aplica.

## **APROVAÇÃO DE COMITÊ DE ÉTICA EM PESQUISA**

Não se aplica.

## **CONFLITO DE INTERESSES**

Não se aplica.

## **LICENÇA DE USO**

Os Direitos Autorais para artigos publicados neste periódico são do autor, com direitos de primeira publicação para a Revista. Em virtude de aparecerem nesta Revista de acesso público, os artigos são de uso gratuito, com atribuições próprias, em aplicações educacionais, de exercício profissional e para gestão pública. A Revista adotou a licença [Creative Commons Atribuição 4.0 Internacional - CC BY NC ND](#). Esta licença permite acessar, baixar (download), copiar, imprimir, compartilhar, reutilizar e distribuir os artigos desde que com a citação da fonte, atribuindo os devidos créditos de autoria. Nesses casos, nenhuma permissão é necessária por parte dos autores ou dos editores. Autores têm autorização para assumir contratos adicionais separadamente, para distribuição não-exclusiva da versão do trabalho publicada nesta revista (ex.: publicar em repositório institucional ou um capítulo de livro).

## **PUBLISHER**

Universidade Federal de Santa Catarina. Curso de Ciências Contábeis e Programa de Pós-graduação em Contabilidade. Publicação no [Portal de Periódicos UFSC](#). As ideias expressadas neste artigo são de responsabilidade de seus autores, não representando, necessariamente, a opinião dos editores ou da universidade.

## **EDITORES**

José Alonso Borba, Denize Demarche Minatti Ferreira, Carlos Eduardo Facin Lavarda.

## **HISTÓRICO**

Recebido em: 20/05/2024 – Revisado por pares em: 02/08/2024 – Reformulado em: 15/10/2024 – Recomendado para publicação em: 21/10/2024 – Publicado em: 10/12/2024