

Tono optimista y crisis económica

Tom optimista e crise econômica

Optimistic tone and economic crisis

Óscar Suárez Fernández

Doctor en Administración y Dirección de Empresas por la Universidad de Santiago de Compostela

Profesor del Grado de Administración y Dirección de Empresas en la Universidad de Santiago de Compostela

Endereço: Avda. Burgo das Nacións s/n, Santiago de Compostela

CEP: 15782 - A Coruña- España

E-mail: oscar.suarez@usc.es

Telefone: (34) 8818-11596

Artigo recebido em 08/04/2014. Revisado por pares em 09/06/2014. Reformulado em 26/06/2014. Recomendado para publicação em 30/07/2014 por Sandra Rolim Ensslin (Editora Científica). Publicado em 28/08/2014.

Resumen

Al igual que la información cuantitativa, la de naturaleza narrativa puede ser objeto de manipulación pudiendo, tanto su contenido como su formato de presentación, ser aprovechados por la dirección de la empresa de manera oportunista para influir en las percepciones que los usuarios tienen de la firma, ocultando o maquillando la información para evitar las interpretaciones perjudiciales o, al menos, para reducirlas. El objetivo del presente trabajo es analizar si, en un contexto de recesión económica, la información contenida en los informes de la dirección de las empresas españolas cotizadas, refleja la realidad subyacente en los estados contables, estudiando para ello el tono de la información. Los resultados obtenidos en el estudio empírico apuntan que, a pesar de la existencia de determinado nivel de manipulación por parte de las compañías que obtuvieron un peor desempeño financiero, el tono tiene contenido informativo.

Palabras clave: Imagen. Informe de la dirección. Manipulación de la información narrativa. Tono. Empresas cotizadas españolas.

Resumo

Da mesma maneira que a informação quantitativa, a de natureza narrativa pode ser objeto de manipulação pela direção da empresa de maneira oportunista, tanto no seu conteúdo como no seu formato de apresentação, para influenciar as percepções dos usuários da informação dissimulando-a ou maquiando-a para evitar as interpretações prejudiciais ou, pelo menos, para reduzi-la. O objetivo do presente trabalho é analisar se, em um contexto de recessão econômica a informação contida nos relatórios da direção das empresas cotadas espanholas refletem a realidade subjacente nos estados contabilísticos, estudando o tom da informação. Os resultados do estudo empírico apontam que, apesar da existência de determinado nível de manipulação pelas empresas concedido um pior desempenho financeiro, tom tem conteúdo informativo.

Palavras-chave: Imagem. Relatório da administração. Gerenciamento de impressões. Tom. Empresas cotadas espanholas.

Abstract

As well as the quantitative information, the narrative nature can be subject to manipulation and so can its content as its format of presentation, be exploited by the company management opportunistically to influence user's perceptions, hiding or misrepresenting information to avoid harmful interpretations or, at least, to reduce them. The aim of this paper is to analyze whether, in a context of economic recession, the information contained in the director's report of Spanish listed companies, reflects the underlying reality in the financial statements, analyzing the information's tone. The results of the empirical analysis point to that, despite the existence of a certain level of manipulation by companies that obtained a worse financial performance, the tone has informative content.

Keywords: Image. Director's report. Impression management. Tone. Spanish listed firms.

1 Introducción

El informe anual es considerado un documento estratégico, orientado hacia las relaciones públicas y a través del cual la dirección trata de construir y proyectar una determinada imagen. En la elaboración de los informes anuales, es aceptada de forma generalizada la idea de que existen incentivos económicos y sociales para que la dirección mantenga un comportamiento egoísta, llevando a cabo lo que Revsine (1991) denomina “representación financiera selectiva”. Así, se asume que para maximizar su utilidad, los directivos actúan explotando las asimetrías informativas para engañar a los usuarios acerca de la situación financiera y de las perspectivas de la empresa (MERKL-DAVIES, BRENNAN, MCLEAY, 2011), actitud que se ve favorecida por la existencia de normas flexibles que facilitan ese comportamiento oportunista.

Pero los estados contables cuantitativos no son el único campo en el que las prácticas de alteración de la información pueden estar presentes. Las secciones narrativas de los informes anuales, que han experimentado un incremento de tamaño muy considerable en las últimas décadas, también pueden ser objeto de prácticas de manipulación. Así, tanto su contenido como su formato de presentación pueden ser aprovechados por la dirección de la empresa de manera oportunista para influir en las percepciones de los usuarios de la información, con objeto de alcanzar o mantener una determinada imagen. Como señala Jones (1996, p. 42) “es probable que la información narrativa sea utilizada por la dirección para ofrecer una impresión más favorable de la actuación que la que está justificada”.

Existen diferentes estrategias para manipular la información narrativa, una de ellas es el sesgo del tono –optimista o pesimista– de las noticias que se recogen en esa información. Según una de las acepciones del diccionario de la Real Academia Española de la Lengua el tono es “el carácter o modo particular de la expresión y del estilo de un texto según el asunto que trata o el estado de ánimo que pretende reflejar”, dicha característica del texto es objeto de estudio en el presente trabajo.

Es de interés el estudio de la falta de neutralidad de la información narrativa ya que ésta puede derivar en su falta de utilidad, teniendo consecuencias especialmente importantes para los inversores menos experimentados o con escasos conocimientos contables, pudiendo incluso los más avezados encontrar limitaciones en su trabajo (LI, 2010). Así, la preocupación por la imparcialidad de la información suministrada por las empresas en general, y por la información narrativa en particular, se refleja en las guías de elaboración de documentos de información narrativa publicadas por diferentes organismos reguladores (ej. INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD, 2010).

Con objeto de analizar la información narrativa elaborada por las compañías, el trabajo se centra en el informe de la dirección, denominado en España informe de gestión. A pesar de que, según la normativa española, se trata de un informe de presentación obligatoria, es preciso señalar que no existen directrices detalladas acerca de su contenido. Por este motivo, la dirección tiene un elevado grado de discrecionalidad con respecto a la información que se comunicará a los usuarios de los estados financieros, así como acerca del formato con el que se presentará la información.

A través de la utilización +de un índice que mide el tono de la información, se trata de contestar a dos preguntas. En primer lugar, si el tono de la información narrativa elaborada por la empresa es positivo o negativo durante el período analizado, el cuál abarca el comienzo

de la actual crisis económica en España, centrándonos, en concreto en el tono de la información elaborada por parte de aquellas compañías con un deterioro en su desempeño financiero. En segundo lugar, nos interesa conocer si existe similitud en el tono de las informaciones elaboradas por las empresas, con independencia del desempeño financiero obtenido. De esta forma, el objetivo del presente estudio es dilucidar si los informes de la dirección tienen contenido informativo o son una herramienta utilizada por los gestores para transmitir una imagen diferente a la real.

Nuestro trabajo contribuye a la literatura sobre la calidad de la información narrativa en diversos aspectos. La investigación previa sobre la materia objeto de estudio ha estado centrada, hasta dónde llega nuestro conocimiento, en países de cultura anglosajona, en los cuales la información financiera, incluyendo la de carácter narrativo, está muy regulada, estando nuestro estudio contextualizado en un país de cultura latina. Existiendo trabajos que estudian el tono de la información incluida en el informe de la dirección, ninguno analiza específicamente tipos de información tan significativos como aquella que se refiere a los resultados financieros de la compañía, o la situada al inicio del documento, siendo las mismas objeto de estudio en el presente trabajo. En relación a los aspectos metodológicos, se elabora un índice para medir el signo del tono de la información; dicho índice se basa en un amplio listado de palabras clave (positivas y negativas) formado por más de 1.000 vocablos y adaptado al lenguaje financiero.

La estructura del trabajo se distribuye de la siguiente manera: tras la introducción, el estudio dedica el siguiente apartado al planteamiento de las hipótesis a contrastar. El tercer apartado engloba el diseño de la investigación: selección de la muestra, metodología empleada y descripción de las variables, en el cuarto se muestran los resultados del análisis, comenzando con los descriptivos y univariantes, siguiendo con los del análisis multivariante, terminando en el último capítulo con la exposición de las principales conclusiones.

2 Literatura Previa y Planteamiento de Hipótesis

El presente estudio se enmarca en la literatura que Verrecchia (2001) denomina “revelación discrecional”, centrada en el estudio de los factores que influyen en los gestores de las compañías para comunicar información a los mercados de manera voluntaria, y en la que la revelación de información sobre la compañía es considerada como un factor endógeno.

La investigación previa coincide en señalar que la decisión de los gestores de divulgar información por encima de los requerimientos normativos está vinculada con las características de la propia empresa, entre las que destaca su desempeño financiero (SALOTTI, 2005), factor explicativo analizado en el presente trabajo.

El primer estudio realizado sobre el tono de la información narrativa divulgada por una empresa fue llevado a cabo por Hildebrant y Snyder (1981). Estos autores realizaron un análisis de contenidos manual de la carta del presidente a los accionistas de doce compañías durante dos ejercicios económicos, uno de los cuales presentaba buenos resultados financieros (1977) y el otro malos resultados (1975). Las conclusiones del estudio apuntan a que, independientemente del signo de los resultados, todas las cartas tienen una mayoría de palabras positivas, aunque son más frecuentes en el ejercicio en que la empresa obtuvo buenos resultados, existiendo, entonces, una tendencia hacia la divulgación de noticias positivas, fenómeno que es conocido como “principio Pollyanna”.

Aun reconociendo que el optimismo es una característica innata del ser humano, el sesgo en la información puede ser analizado partiendo de la base de que ese optimismo es el resultado de una actuación consciente de la dirección destinada a influir en las percepciones y, por tanto, en las decisiones de sus receptores. En esta línea, numerosos estudios atribuyen el sesgo optimista en la información narrativa a una estrategia de manipulación. La empresa podría optar por no divulgar noticias cuando estas sean malas; sin embargo, esta estrategia puede resultar contraproducente para la empresa, ya que los inversores pueden interpretar el silencio de forma negativa: la falta de noticias son malas noticias (MILGROM, 1981).

Por lo tanto, y como se desprende de la hipótesis de revelación parcial de información, y ya que los inversores reaccionan menos severamente ante la divulgación parcial que ante la no divulgación, si la empresa tiene malas noticias sesgará las divulgaciones hacia el optimismo. En diversos estudios se constata el empleo de un tono injustificadamente optimista en diferentes documentos, como las cartas del presidente a los accionistas (CLATWORTHY y JONES, 2003), la información previsional (SCHLEICHER; WALKER, 2010), los comunicados de prensa (GUILLAMÓN-SAORÍN, 2006), la documentación de las Ofertas Públicas de Venta de acciones (LAND; LUNDHOLM, 2000) o las declaraciones de empresa en funcionamiento (UANG; CITRON; SUDARSANAM; TAFFLER, 2006).

La falta de neutralidad también ha sido detectada en los informes de la dirección. Así, la información de los Operating Financial Review (OFR) de las empresas británicas no es imparcial ya que, según el estudio de Sydserff y Weetman (2002), el tono de la información de las compañías con malos resultados se asemeja mucho al de las empresas con buenos resultados. Al mismo resultado llega Rutherford (2005) en su investigación sobre la frecuencia de uso de noventa palabras en los OFR de sesenta y ocho empresas británicas. En el contexto latino, un reciente estudio realizado en Brasil por parte de Benassi et al. (2014) concluye que las empresas con peor desempeño financiero elaboran unos informes de la dirección más optimistas con objeto de tranquilizar a los inversores.

Como se ha puesto de manifiesto, la investigación previa concluye que el tono de la información narrativa no refleja el desempeño de la empresa en el ejercicio económico y los gestores pueden utilizar el lenguaje en los documentos divulgados como un mecanismo para distorsionar la imagen ante los usuarios de la información. Asumiendo que las conclusiones obtenidas en los citados trabajos se pudieran extrapolar al caso español, existiría un sesgo positivo en el tono del informe de gestión independientemente de la valoración positiva o negativa del desempeño financiero de la empresa. Así, se enuncia la siguiente hipótesis:

- H_{1a} : *Independientemente del desempeño financiero del ejercicio, el tono del informe de gestión es positivo.*

Además de ser positivo, es posible que el tono de las empresas sea similar entre las empresas con independencia de su desempeño financiero, por lo que se procede a enunciar la siguiente hipótesis:

- H_{1b} : *El tono del informe de gestión es similar entre las empresas con mejora y deterioro en su desempeño financiero.*

Asimismo, se considera importante estudiar la neutralidad del tono en una parte del informe: la información sobre los resultados financieros. Si los gestores quieren dar una

imagen de la compañía que no se corresponde con la realidad, el tono de la información sobre los resultados financieros no tendrá relación con el desempeño de la empresa en el ejercicio. Se formulan, así, las siguientes hipótesis:

- *H_{2a}: Independientemente del desempeño financiero del ejercicio, el tono de la información sobre los resultados financieros es positivo.*
- *H_{2b}: El tono de la información sobre resultados financieros es similar entre las empresas con mejora y deterioro en su desempeño financiero.*

Considerando la posibilidad de que existan diferencias en el contenido informativo de la información no en relación con su temática, sino en función de su situación en el documento, se analiza el tono del inicio del informe.

La psicología ha puesto de manifiesto la importancia de la localización de la información en la formación de un juicio, demostrando que en una secuencia de datos la gente pone más atención a los presentados en primer lugar. Así, Elliot (2004) confirma que los inversores menos cualificados ven influido su juicio por la localización de la información sobre los resultados más cerca del inicio del comunicado de prensa. También Baird y Zelin (2000), en su análisis de cartas del presidente, afirman que el inicio del documento es el que forma la percepción del lector y el que determina el llamado efecto de “primera impresión”.

Dado que la investigación de Bowen, Davis y Matsumoto (2005) sobre la selección de noticias en los comunicados de prensa, concluye que los mejores resultados se sitúan en el lugar más prominente de un documento, se considera que si existieran intenciones de influir sobre las percepciones de los lectores, el inicio del informe reflejaría un tono positivo, con independencia del resultado. Esto nos permite plantear dos nuevas hipótesis:

- *H_{3a}: Independientemente del desempeño financiero del ejercicio, el tono de la información en el inicio del informe es positivo.*
- *H_{3b}: El tono de la información situada al inicio del informe es similar entre las empresas con mejora y deterioro en su desempeño financiero.*

3 Diseño de la investigación

3.1 La Muestra

Con objeto de contrastar las hipótesis de estudio que se formulan en este trabajo de investigación, se ha procedido a seleccionar una muestra de empresas cotizadas en el Índice General de la Bolsa de Madrid durante tres años consecutivos. La elección de empresas cotizadas es debido a que éstas presentan una mayor preocupación por la divulgación de información, que va más allá de las exigencias recogidas en la legislación mercantil, teniendo además mayores incentivos para gestionar su imagen a través de la información que divulgan, tal y como afirma Aerts (2005).

Con la decisión de abarcar con nuestro análisis la información publicada por las empresas cotizadas durante tres ejercicios consecutivos se pretende estudiar la existencia de un efecto temporal en aquella. En el período objeto de estudio, que comprende los ejercicios económicos 2007, 2008 y 2009, se produjo un profundo cambio en la situación económica

general en España, pasando de una bonanza económica a una profunda crisis (la variación interanual del Producto Interior Bruto (PIB) fue de un 3,5% en el año 2007, de un 0,9 en el 2008, y de un -3,7% en el 2009). Este importante cambio tuvo –y tiene– repercusiones en la situación económica de las empresas analizadas y, posiblemente, también en su política de divulgación.

En definitiva, la población objeto de estudio está constituida por todos los grupos empresariales que forman parte del Índice General de la Bolsa de Madrid durante alguno de los ejercicios económicos 2007, 2008 o 2009 que elaboran cuentas anuales consolidadas e informe de gestión consolidado. La eliminación de las compañías que no elaboran cuentas consolidadas se debe a los mayores requerimientos informativos de los estados contables consolidados respecto a los individuales, lo que hace que los informes consolidados sean significativamente más extensos, influyendo en el análisis de la frecuencia de aparición de palabras optimistas/pesimistas presentado en las tablas 2 y 3.

También se han excluido las entidades financieras, de seguros y de inversión, ya que estas entidades tienen una legislación específica por lo que respecta a los requerimientos informativos. Así, la muestra final está formada por un total de 316 grupos de empresas cotizadas, que representan prácticamente un 80% de la población. El detalle del proceso de depuración de la población se presenta a continuación en la Tabla 1.

Tabla 1- Selección de la muestra (número de empresas)

	2007	2008	2009	Total
Muestra inicial	137	134	127	
Menos entidades financieras, de seguros e inversión	(21)	(22)	(17)	
Menos empresas que no elaboran cuentas consolidadas	(7)	(7)	(7)	
Muestra final	108	105	103	316

Fuente: Autor.

2.2 La Metodología

El análisis de contenido manual ha sido la metodología utilizada en la identificación de la información sobre resultados financieros. Este tipo de codificación tiene el inconveniente de la subjetividad frente a la utilización de un programa informático pero, por otro lado, consigue un mayor grado de detalle y riqueza en el conocimiento de los diferentes aspectos objeto de estudio. Para limitar la subjetividad del proceso de codificación manual en el proceso se ha utilizado un protocolo de codificación, esto es, se han elaborado una serie de criterios para tratar de sistematizar la codificación de esta información. Además, se ha considerado importante medir la fiabilidad del análisis, comprobando si los resultados del proceso de codificación se repiten en caso de ser realizados por otro observador, para lo cual se ha utilizado el índice *kappa* propuesto por Cohen(1960), siendo el grado de acuerdo entre ambos codificadores muy elevado, superando el 80%.

Al igual que en otros trabajos sobre la materia (UANG; CITRON; SUDARSANAM; TAFFLER, 2006; HENRY, 2008; HENRY; LEONE, 2010), el tono ha sido medido mediante un índice que tiene en cuenta el número de palabras positivas que transmiten optimismo y el de palabras negativas que transmiten pesimismo, siendo su validez puesta de manifiesto en los citados estudios. Así, a través del recuento de palabras clave positivas/negativas se ha elaborado un índice que captura el nivel de optimismo/pesimismo del texto y que presenta la siguiente forma:

$$\text{Índice tono} = \frac{\text{Palabras positivas} - \text{Palabras negativas}}{\text{Palabras positivas} + \text{Palabras negativas}} \quad (1)$$

El tono será más positivo o negativo cuanto más próximo esté a 1 o a -1, respectivamente, teniendo un tono neutral aquellos índices próximos al valor 0. Se ha calculado el índice del tono para el informe de gestión en su conjunto, para la información histórica sobre los resultados financieros y para la información en el inicio del informe (seleccionando los primeros párrafos del documento hasta un mínimo de cien palabras).

Para realizar el recuento de palabras la investigación previa sobre la materia ha empleado diversos programas informáticos para dotar al análisis de una mayor fiabilidad, en nuestro trabajo la utilización del programa informático *Word List Expert* nos ha permitido estudiar la frecuencia de ocurrencia de determinadas palabras optimistas/pesimistas, agrupadas en unas listas denominadas listados de palabras clave.

La mayoría de los trabajos sobre el análisis del tono positivo/negativo de la información narrativa de las empresas se basan en listados de palabras generalistas, es decir, no adaptados al lenguaje financiero. Henry (2006), quien demuestra que las listas de palabras generalistas clasifican mal los textos de carácter financiero, elaboró un listado específico para analizar el tono de la información narrativa de las compañías, que estaba compuesto por 105 palabras clave positivas y por 85 negativas. Basándonos en el anterior listado, se ha elaborado uno propio adaptado al lenguaje financiero, el cual se ha formado con la inclusión de vocablos extraídos de los propios informes de gestión analizados, siendo una palabra clasificada como optimista o pesimista si muestran los hechos desde un punto de vista favorable o desfavorable respectivamente, según la definición del diccionario de la Real Academia Española de la Lengua. Nuestro listado final de palabras clave está compuesto por 1.081 palabras (544 positivas y 537 negativas).

A través del índice kappa propuesto por Cohen (1960) se ha valorado la bondad de la clasificación de las palabras clave como optimistas/pesimistas. Así, se ha procedido a la discriminación de todas las palabras por parte de dos observadores distintos del codificador principal, midiendo la coincidencia respecto a la clasificación realizada inicialmente. El grado de acuerdo ha sido casi perfecto, ascendiendo a un 98% en el caso del primer observador y a un 99% en el caso del segundo.

4 Análisis Descriptivo y Univariante

En el estudio del tono se han identificado un total de 24.177 coincidencias con nuestro listado de palabras clave en el informe de gestión, 2.922 en la información sobre resultados financieros y 918 en el inicio del informe.

En las tablas 2 y 3 se muestran para los distintos ejercicios económicos analizados las diez palabras clave positivas y negativas más frecuentes en el informe de gestión y en la información sobre los resultados financieros, respectivamente.

A través de la evolución de los vocablos utilizados en el informe de gestión, se puede observar el deterioro de la situación económica que tuvo lugar a lo largo del período. Así, es posible observar que en el ejercicio 2007 es muy común la utilización de palabras positivas como buen y éxito, que denotan el desarrollo de un ejercicio económico positivo (tabla 2). En los ejercicios posteriores los anteriores vocablos no son tan frecuentes, siendo reemplazados

por otros como recuperación y esfuerzo, que indican la voluntad de salir de una situación económica difícil. Por lo que respecta a las palabras negativas, es reseñable que la palabra crisis ya era el segundo término más utilizado en el ejercicio 2007, y que su uso se multiplicó en los ejercicios 2008 y 2009.

Tabla 2- Frecuencia de palabras clave en el informe de gestión

2007				2008			
Positivas	Nº	Negativas	Nº	Positivas	Nº	Negativas	Nº
mejora	433	restricciones	160	mejora	371	crisis	261
máximo	282	Crisis	108	máximo	244	restricciones	129
buen	131	perjuicio	97	mejorar	140	negativo	114
innovación	128	desaceleración	96	innovación	131	desaceleració	96
favorable	125	negativo	81	gracias	121	volatilidad	80
mejorar	124	afectado	74	aumentar	99	afectado	79
gracias	122	prohibición	73	máxima	97	perjuicio	78
mejor	120	afectados	68	mejor	97	afectados	70
aumentar	104	volatilidad	67	favorable	94	negativa	57
éxito	103	Falta	54	virtud	92	recesión	53

2009			
Positivas	Nº	Negativas	Nº
mejora	395	Crisis	249
máximo	306	restricciones	158
recuperación	253	negativo	97
gracias	129	perjuicio	93
Innovación	126	recesión	89
virtude	126	afectados	80
mejorar	125	Negativament	78
aumentar	124	afectado	66
mejor	120	Falta	62
esfuerzo	105	liquidación	61

Fuente: Autor.

Con respecto a la información sobre los resultados financieros históricos (tabla 3) y en relación con las palabras positivas, es posible hacer los mismos comentarios que los realizados para el informe de gestión a lo largo del período, al apreciar la disminución en el tiempo del uso del término favorable y del empleo más común de términos como esfuerzo. En las expresiones negativas se incrementa notablemente el uso del vocablo crisis y también de otros como desaceleración en el año 2008 y contracción y debilidad en el año 2009, palabras relacionadas con el contexto de deterioro económico, y que se emplean en la explicación de los resultados financieros obtenidos.

Tabla 3- Frecuencia de palabras clave en la información sobre resultados financieros

2007				2008			
Positivas	Nº	Negativas	Nº	Positivas	Nº	Negativas	Nº
mejora	106	negativo	44	mejora	90	negativo	52
positivo	46	afectado	27	gracias	48	afectado	24
buena	44	negativos	15	positivo	39	crisis	22
gracias	41	negativamente	13	positiva	25	perdida	18
buen	39	negativa	10	buena	23	negativos	17
positiva	38	cancelación	7	buen	20	negativa	15
favorable	28	afectada	6	favorable	14	afectados	14
positivos	23	afectados	6	mejor	13	desaceleració	14
mejor	19	Crisis	6	esfuerzo	12	sufrido	11
notable	18	desfavorable	6	logrado	10	afectada	9

2009			
Positivas	Nº	Negativas	Nº
mejora	81	negativo	53
positivo	45	Crisis	31
gracias	44	hiperinflacionaria	28
positiva	39	negativos	23
mejor	28	afectados	20
buen	22	afectado	17
recuperación	20	contracción	16
buena	18	debilidad	16
esfuerzo	18	negativamente	16
positivos	14	presión	16

Fuente: Autor.

En la tabla 4 se muestran los valores medios de los índices del tono calculados para el informe, la información sobre resultados, y para la información situada al inicio del documento, discriminándolos por años y analizando, a través del test T, si dichos valores son significativamente distintos de cero, valor que nos indica que la información es neutral, es decir, ni positiva ni negativa. Comenzando por el informe de gestión, se puede observar que en el ejercicio 2007 su tono era claramente positivo (0,330, y que en los ejercicios 2008 y 2009, ejercicios de crisis económica, disminuye de forma notoria, aunque sigue siendo positivo, al ser sus valores significativamente distintos de 0.

En relación con el tono de la información sobre los resultados financieros, y al igual que en el caso anterior, se puede ver que es claramente positivo en el ejercicio 2007. El tono disminuye de manera drástica durante los años de crisis económica: en el ejercicio 2008 el tono sigue siendo positivo, pero es distinto de cero, presentando una significación débil ($p < 0,10$), mientras que en el ejercicio 2009 el tono es neutral.

El tono del inicio del informe es notoriamente positivo en el ejercicio 2007, mientras que en los ejercicios 2008 y 2009 pasa a ser negativo, pero no estadísticamente distinto de cero, es decir, es neutral.

Tabla 4- El tono y la crisis

Media (prob. \neq 0, test T)	2007	2008	2009	Total
Índice informe	0,330 (0,0000)	0,176 (0,0000)	0,177 (0,0000)	0,229
Índice resultados	0,430 (0,0000)	0,102 (0,0905)	0,031 (0,6027)	0,191
Índice inicio	0,319 (0,0000)	-0,013 (0,8565)	-0,071 (0,301)	0,081

Fuente: Autor.

Con objeto de contrastar si los gestores de empresas con un deterioro en su desempeño financiero emplean un tono positivo en su información, se seleccionaron aquellas empresas que tuvieron un descenso en su EBITDA durante el período temporal analizado.

Se puede observar que (tabla 5) en las compañías con un deterioro en su desempeño financiero el tono del informe de gestión es positivo, incluso en los ejercicios de crisis económica. Por lo tanto, los resultados del presente estudio están en línea con los alcanzados con la investigación previa en relación con los informes de la dirección (SYDSERFF; WEETMAN, 2002; RUTHEFORD, 2005), por lo tanto, se acepta la hipótesis 1a planteada, la información divulgada en el informe de gestión es positiva, independientemente del desempeño financiero de la empresa.

En el análisis de los ítems informativos, es posible ver que el tono de la información relacionada con los resultados financieros de la empresas pasa de ser positivo en el 2007, con un nivel de significación bajo ($p < 0,10$), a neutral en los ejercicios de recesión económica, por lo que se rechaza la 2ª hipótesis, el tono que trata la información sobre los resultados financieros, aun no siendo un reflejo de éstos, no es positiva.

En relación con la información situada al inicio del documento, el índice toma valores negativos durante los ejercicios de crisis pero sin llegar a ser significativamente diferente de cero, por lo tanto, se puede afirmar que es neutral. En consecuencia, no se puede aceptar la 3ª hipótesis, ya que el tono de la información situada al comienzo del informe no es positivo en los documentos de las empresas con un deterioro en su desempeño.

Tabla 5- El tono y el desempeño financiero

Media (prob. \neq 0, test T)	2007	2008	2009	Total	Hipótesis	
					Signo predicción	Confirmación
Índice informe	0.179 (0.0033)	0.085 (0.0234)	0.165 (0.0000)	0.315 (0.0000)	+	Sí
Índice resultados	0.173 (0.0940)	-0.090 (0.2072)	-0.033 (0.6666)	-0.019 (0.6768)	+	No
Índice inicio	0.063 (0.5656)	-0.132 (0.1529)	-0.112 (0.2090)	-0.088 (0.113)	+	No
Nº observaciones	27	62	59	148		

Fuente: Autor.

En resumen, al no utilizarse en ninguna de las tres informaciones analizadas un tono de signo negativo, se puede afirmar que los resultados alcanzados en el análisis univariante apuntan hacia una manipulación en el lenguaje por parte de los gestores de las compañías que sufrieron un deterioro en su desempeño, aunque dicho sesgo es menor en el caso de la información relacionada con los resultados financieros y la situada al inicio del informe. Como análisis de sensibilidad se ha realizado el mismo análisis pero tomando como variable de referencia del desempeño financiero el resultado neto, no variando las conclusiones.

5 Análisis Multivariante

Las variables dependientes utilizadas en el análisis multivariante son las descritas en el apartado anterior: los índices del tono del informe, de la información sobre resultados y de la información situada al inicio del informe. A continuación, se procede a la descripción de las variables independientes y de control incluidas en el modelo de regresión multivariante.

Las variables independientes

El desempeño financiero

Como medida del desempeño financiero de la empresa, en la literatura previa sobre la materia en ocasiones se ha utilizado el valor de una única variable financiera, como por ejemplo el resultado de la explotación (LI, 2008). Esto, a nuestro juicio, ocasiona una limitación, ya que la medida empleada no refleja con precisión el desempeño de la empresa, al tener en cuenta tan solo el signo del resultado y su cuantía, y no su variación en el ejercicio, dato que consideramos significativo para conocer la marcha del negocio.

Igualmente, consideramos limitadora la utilización como medida del desempeño de la variación experimentada en el ejercicio por una única variable financiera. Esta solución ha sido utilizada en distintos trabajos (COURTIS, 1998; CLATWORTHY; JONES, 2001) en los que se consideraba extrapolable ese cambio a la variación en todas las variables financieras de la empresa, sin tener en cuenta la variedad de indicadores de actividad y resultados con posibles evoluciones divergentes.

En este sentido, autores como Hooghiemstra (2003) han empleado como medida la variación en tres variables financieras, pero utilizando una variable dicotómica, que asigna valores en función de si se incrementaron o no esas variables. Sin embargo, este método no permite graduar la mejora o el empeoramiento en el desempeño financiero.

Por último, trabajos como el de Merkl-Davis (2007) miden el desempeño por medio de la variación en cuatro variables. Una de esas variables tomará valores comprendidos entre 0 y 4, adquiriendo un mayor valor en función del número de variables financieras que se vieron incrementadas.

Con objeto de elaborar una medida fiable del desempeño financiero de la compañía, en el presente trabajo se han considerado cinco variables financieras clave que miden la marcha del negocio. Se ha asignado un punto por una variación positiva en cada uno de los siguientes indicadores: importe neto de la cifra de negocios, EBITDA, beneficio neto, rentabilidad financiera y flujo de tesorería de explotación.

La medida toma valores comprendidos entre 0 y 5, de forma que una empresa que

presente variaciones de incremento en sus cinco variables tomará el valor 5 y, por el contrario, si se vieron disminuidos sus cinco resultados nuestro indicador de desempeño tomará el valor 0.

Los datos para el cálculo han sido tomados de las cuentas anuales consolidadas de las empresas, que están depositadas en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

El entorno

En la regresión se han utilizado las variables *dummy año_2008* y *año_2009* para explicar el efecto temporal en la divulgación de la información, cuando éste exista.

Las variables de control

Con objeto de asegurar que la existencia de cualquier relación entre las variables dependientes e independientes no se debe a la influencia de otras variables, se incluye una serie de variables de control en los modelos de regresión, que ya han sido utilizadas como factores determinantes en la investigación previa sobre la materia.

Tamaño

El tamaño de la empresa ha sido utilizado en múltiples estudios como variable de control para explicar las diferencias en la política de divulgación de la información. Así, existe una relación positiva entre tamaño de la empresa y calidad de las divulgaciones, siendo justificada, entre otros factores, sobre la base de que los recursos con los que cuenta la gran empresa son superiores. Además, en las empresas sujetas a un mayor nivel de escrutinio, la credibilidad es particularmente importante (AERTS, 2001). En consecuencia, prestarán un especial cuidado en asegurar la verosimilitud de la información, lo que las llevará a ofrecer información más neutral. Se mide esta variable como el logaritmo neperiano del total del activo a final del ejercicio.

Crecimiento

Las empresas con un elevado potencial de crecimiento desarrollan negocios más complejos, siendo lógico, por lo tanto, que elaboren información de menor calidad (LI, 2008). Se mide esta variable como el valor de mercado de las acciones al final del ejercicio entre el patrimonio neto en esa misma fecha.

Riesgo

Las empresas más endeudadas elaboran información de menor calidad al informar sobre los contratos de deuda a los que están sujetos (ANDERSON, DURU, REEB, 2009). La investigación de Aerts (2005) destaca el papel del endeudamiento como indicador principal del riesgo financiero, señalando que las empresas con mayor endeudamiento tienden a ser menos neutrales en la elaboración de su información narrativa. Se mide el riesgo financiero mediante el cociente entre la deuda y el activo total de la empresa.

Barreras de entrada

Cuando en un sector existen barreras de entrada a la competencia, la calidad de la información emitida por las empresas es mayor (PIOTROSKI, 2003). Se calcula esta variable dividiendo el inmovilizado permanente de la empresa entre el activo total de la misma.

Los cálculos de las cuatro variables anteriores se basan en los datos extraídos de las cuentas anuales consolidadas de las empresas, extraídos de la página web de la CNMV.

A continuación se muestran los principales estadísticos descriptivos de las variables incluidas en nuestro modelo de regresión (tabla 6).

Tabla 6 - Estadísticos descriptivos de las variables

Variables	Media	Desv. típ.	Mínimo	Máximo
Índice de tono informe	0,229	0,295	-0,714	0,886
Índice de tono inicio	0,081	0,704	-1	1
Índice de tono información financiera	0,191	0,610	-1	1
Desempeño financiero	2,598	1,726	0	5
Tamaño	21,002	1,821	17,380	25,407
Potencial crecimiento	2,741	3,943	-3,906	35,764
Riesgo financiero	0,662	0,190	0,085	1,436
Barreras de entrada	0,556	0,251	0,028	2,457

Fuente: Autor.

Con objeto de detectar problemas de multicolinealidad entre las variables independientes y de control, se ha procedido a calcular el índice de tolerancia y el factor de inflación de la varianza (FIV) comprobando que el índice de tolerancia es en todos los casos superior a 0,10 y el FIV inferior a 10, por lo que se descartan problemas de multicolinealidad.

En el estudio realizado se dispone de una serie de variables dependientes e independientes para un conjunto de empresas y durante un período de tiempo (tres ejercicios económicos). Se cuenta, por lo tanto, con un conjunto de datos longitudinales y se procede a realizar el análisis mediante la metodología de datos de panel. Se trata de un panel no balanceado o de datos incompletos, porque no se tienen todas las observaciones para todos los años que son objeto de estudio, ya que algunas empresas dejaron de cotizar y otras iniciaron su cotización en el período analizado. El modelo de regresión planteado es el siguiente:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 \text{Desemp. financiero}_{it} + \beta_2 \text{Tamaño}_{it} + \beta_3 \text{Crecimiento}_{it} + \beta_4 \text{Riesgo}_{it} + \beta_5 \text{Barreras de entrada}_{it} + \gamma_i + \delta_t + \epsilon_{it} \quad (2)$$

Siendo Y_{it} las variables dependientes: tono del informe, de la información sobre resultados y del inicio del informe, y siendo γ_i son los efectos no observables que varían entre las empresas, pero no en el tiempo; δ_t son los efectos no observables que varían en el tiempo, pero no entre los individuos; y ϵ_{it} es el término de error, que representa el efecto de las demás variables que varían tanto entre las empresas como a través del tiempo.

En primer lugar, se comprueba si existen efectos individuales entre las empresas y entre los períodos analizados, para ello se ha procedido a realizar el test de redundancia y si no existe variabilidad ni entre las empresas ni en el tiempo, se ha realizado la regresión con mínimos cuadrados ordinarios con datos de panel y con coeficientes constantes.

Si el test de redundancia nos lleva a concluir que existe heterogeneidad entre las empresas y los períodos de tiempo, se procede a comprobar si esta es fija o aleatoria. En el primer caso se considera que las variables explicativas afectan por igual a las distintas empresas y, a la vez, se incorpora una variable dummy que recoge diferencias entre individuos o entre períodos temporales o entre ambas, y que equivale a aplicar mínimos cuadrados ordinarios (MCO) al modelo transformado en desviaciones con respecto a la media.

Por el contrario, si el modelo de efectos aleatorios considera que los efectos no son independientes entre sí, sino que están distribuidos aleatoriamente en torno a un valor, realiza la estimación en niveles por mínimos cuadrados generalizados.

En definitiva, se comprueba si existen diferencias entre empresas que no varían en el período estudiado que se puedan incorporar a la estimación, diferencias no observables o no recogidas en el modelo como, por ejemplo, la cultura corporativa o la ética de los gestores. También se analiza si existen diferencias temporales que puedan ser añadidas al modelo de regresión y que no varían entre las empresas como, por ejemplo, el entorno de crisis e incertidumbre económica del período estudiado.

6 Resultados

En primer lugar se muestran los resultados del análisis del tono del informe de gestión en su conjunto, mostrándonos los resultados de la regresión (tabla 7) que el tono es reflejo del desempeño financiero de la empresa y que él disminuye a medida que empeoran los resultados de las empresas durante el período de recesión económica. Por lo tanto se rechaza la hipótesis 1b planteada, ya que el tono del informe de gestión no es similar en las empresas con mejora y empeoramiento en su desempeño financiero. También se observa que existe un efecto temporal negativo, en línea con los resultados ya observados en el análisis univariante, disminuyendo el optimismo durante el período de recesión económica. Por lo demás, no se observa que exista ninguna relación estadísticamente significativa con ninguna de las variables de control incluidas en el modelo.

Tabla 7 - Regresiones del tono del informe de gestión

	Índice de tono		Hipótesis	
	Coef.	Prob.	Signo predicción	Confirmación
Constante	0.187755	0.8905		
Desempeño actual	0.028194	0.0011	¿?	No
Tamaño	0.004309	0.9466		
Potencial de crecimiento	0.002566	0.5858		
Riesgo financiero	0.001548	0.9921		
Barreras de entrada	-0.107686	0.2191		
Efecto temporal	2008	-0.106576		
	2009	-0.108754		
R ² (Prob. F-statistic)	0.758726 (0.00000)			
Efectos entre empresas	Sí			
Efectos temporales	Sí			
Efectos fijos/Aleatorios	Fijos			

Fuente: Autor.

A continuación se procede a mostrar el análisis de la información sobre los resultados financieros (tabla 8), relacionada directamente con el desempeño financiero de la empresa, pieza informativa que no había sido objeto de análisis por parte de la literatura previa. Se observa que el índice del tono de este ítem de información es acorde con la evolución del desempeño financiero de la compañía, de forma que cuanto menor es el desempeño financiero, mayor es la negatividad de la información, por lo que se rechaza la hipótesis 2b, ya que el tono de la información sobre resultados no es similar en las empresas con independencia de su desempeño financiero.

Se constata, al igual que sucedía en el caso del informe en su conjunto, el índice de tono disminuye durante los ejercicios 2008 y 2009, mostrando tanto la evolución del desempeño financiero como del entorno económico.

Tabla 8- Regresiones del tono de la información sobre resultados financieros

	Índice de tono		Hipótesis	
	Coef.	Prob.	Signo predicción	Confirmación
Constante	2.432646	0.2055		
Desempeño actual	-0.037451	0.0020	¿?	No
Tamaño	-0.100188	0.2687		
Potencial de crecimiento	-0.002926	0.6583		
Riesgo financiero	-0.094666	0.6687		
Barreras de entrada	0.203152	0.1011		
Efecto temporal	2008	0.120641		
	2009	0.152427		
R ² (Prob. F-statistic)	0.604317 (0.000000)			
Efectos entre empresas	Sí			
Efectos temporales	Sí			
Efectos fijos/Aleatorios	Fijos			

Fuente: Autor.

A continuación se analiza una pieza informativa cuyo tono tampoco había sido objeto de estudio previamente: la situada al inicio del informe. En la tabla 9 se observa que, al igual que se había constatado en los análisis del informe y de la información sobre los resultados financieros, el tono del inicio del documento está relacionado positivamente con los resultados actuales de la empresa, empeorando a medida que la crisis económica deteriora los resultados de las compañías. En consecuencia, contrariamente a lo que señalan Bowen, Davis y Matsumoto (2005) en su análisis de la selección de noticias en comunicados de prensa, no se considera que el tono del inicio del informe tenga como objetivo causar una buena *primera impresión*, confirmando que no se está utilizando para manipular las percepciones de los usuarios o de los lectores del documento, por lo que se rechaza la hipótesis 3b formulada. Por otro lado, no se encuentra ninguna relación estadísticamente significativa con las variables de control incluidas en el modelo de regresión.

Tabla 9- Regresiones de los índices del tono del inicio del informe

	Índice de tono		Hipótesis	
	Coef.	Prob.	Signo predicción	Confirmación
Constante	-0.400022	0.4761		
Desempeño financiero	0.098787	0.0000	¿?	No
Tamaño	0.008835	0.7680		
Potencial de crecimiento	0.004172	0.6966		
Riesgo financiero	-0.012969	0.9602		
Barreras de entrada	0.066842	0.7166		
R ² (Prob. F-statistic)	0.069190 (0.000452)			
Efectos entre empresas	Sí			
Efectos temporales	Sí			
Efectos fijos/Aleatorios	Aleatorios			

Fuente: Autor.

En definitiva, a pesar de que las empresas con un deterioro en su desempeño financiero utilizan un tono positivo en su información narrativa, se constata que tanto la información contenida en el informe de gestión en su conjunto, como en la información que trata de los resultados financieros como la situada al principio del documento nos permite clasificar a las empresas en función de su desempeño financiero en función de su tono positivo/negativo.

Nuestras conclusiones contrastan con las alcanzadas en los trabajos de Sydserff y Weetman (2002) y de Rutheford (2005) sobre los informes de la dirección, según las cuales no es posible diferenciar las empresas que obtuvieron mejor desempeño financiero en base al tono de su información, sin embargo los resultados alcanzados coinciden con los del trabajo de Smith et al. (2011). A diferencia de los dos trabajos anteriores, tanto el trabajo de Smith et al. (2011), con una muestra de empresas de los ejercicios 2008 y 2009, como el nuestro están realizados en un contexto de crisis económica, lo cual tiene influencia en los resultados alcanzados, ya que los incentivos para distorsionar la información son menores en épocas de recesión (Patelli y Pedrini, 2013). Así, el entorno de depresión económica, caracterizado por una elevada incertidumbre y unas perspectivas negativas, no permite a los gestores ser excesivamente optimistas en la elaboración de la información narrativa, al no producirse un desempeño negativo tan sólo de forma transitoria, sino con perspectivas de continuidad en el largo plazo.

Además, para que las estrategias de manipulación de la información narrativa funcionen, éstas deben resultar creíbles (RAMAHAN, 2012), por lo tanto, con objeto de dotar de credibilidad a la información, los gestores de las empresas con un deterioro en su desempeño utilizan de forma prudente el lenguaje positivo. Así, las opiniones exageradamente optimistas pueden tener efectos contrarios a los que se pretenden debido a su falta de credibilidad. En esta línea, Demers y Vega (2010) afirman que un inesperado optimismo en las opiniones de los gestores lleva a una caída en el precio de las acciones de la empresa.

Por último, señalamos que en los países de cultura anglosajona, en los cuales se ha centrado la investigación previa, la exigencia de presentar determinada información en el informe de la dirección se acompaña de una regulación que desarrolla dicha obligación, estableciendo guías para la elaboración del documento como, por ejemplo, las recomendaciones emitidas por el Accounting Standard Board (ASB) en el año 2006 con

respecto a la elaboración del OFR, la guía elaborada por el Canadian Institute of Chartered Accountants (CICA) en el año 2002 o la publicada por la Securities Exchange Comisión (SEC) estadounidense en el año 2003. En nuestro estudio, realizado en un país de cultura latina como España, en el cuál no existen manuales de “buenas prácticas”, se observa que la información narrativa no es de peor calidad en el aspecto objeto de análisis, al tener la información contenido informativo sobre el desempeño obtenido por la empresa.

Se ha realizado un análisis de robustez para confirmar los resultados alcanzados elaborando un índice alternativo que mide el tono de las informaciones objeto de análisis. Así, se ha procedido a elaborar un índice de negatividad similar al utilizado por Abrahamson y Amir (1996), quienes señalan que solo las palabras negativas tienen valor informativo. El índice ha sido calculado de la siguiente forma:

$$\text{Índice de negatividad} = \frac{\text{Palabrasnegativas}}{\text{Palabraspositivas} + \text{Palabrasnegativas}} \quad (3)$$

El índice toma valores entre 0 –no existe negatividad– y 1 –si es totalmente negativo–. Los resultados obtenidos son consistentes con los encontrados previamente como se observa en la tabla 10.

Tabla 10- Análisis de robustez con los índices de negatividad

Índice de negatividade	Informe de gestión		Resultados financieros		Inicio	
	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.
Constante	0.406123	0.5517	2.432646	0.2055	0.481120	0.1626
Desempeño financeiro	-0.014097	0.0011	-0.037451	0.0020	-0.049120	0.0000
Tamaño	-0.002155	0.9466	-0.100188	0.2687	0.003365	0.8527
Potencial de crecimiento	-0.001283	0.5858	-0.002926	0.6583	-0.001010	0.8678
Riesgo financeiro	-0.000774	0.9921	-0.094666	0.6687	-0.033665	0.8253
Barreras de entrada	0.053843	0.2191	0.203152	0.1011	-0.125075	0.2387
Efecto temporal	2008	0.053288	0.0004	0.120641	0.0041	
	2009	0.054377	0.0004	0.152427	0.0004	
R ² (Prob. F-statistic)	0.758726 (0.000000)		0.604317 (0.000000)		0.058034 (0.002278)	
Efectos entre empresas	Sí		Sí		Sí	
Efectos temporalis	Sí		Sí		Sí	
Efectos fijos/Aleatorios	Fijos		Fijos		Aleatorios	

Fuente: Autor.

7 Conclusiones

Organismos reguladores de distintos países se han hecho eco de la importancia del lenguaje empleado en la información narrativa para describir la situación de la empresa y/o el entorno de la misma. Pero dada la naturaleza de este tipo de información, los requerimientos informativos como, por ejemplo, las guías que se facilitan para elaborarla, se limitan a indicar los contenidos clave que deben incluirse en los informes de la dirección, sin especificar los datos precisos que deben ser revelados o cómo han de ser presentados. En última instancia será la dirección de la empresa la que seleccione la información que se va a divulgar, así

como la forma en que va a ser presentada. El único control externo existente sobre este tipo de información en España, la auditoría de cuentas, se limita a los aspectos cuantitativos en el informe de gestión por lo que serán, en última instancia, los valores éticos de la cúpula de la empresa los que influyan de manera directa en una utilización interesada del lenguaje en la elaboración de información.

Los resultados alcanzados en nuestro estudio empírico indican la existencia de aversión de los gestores por la negatividad, dado que con independencia del desempeño financiero obtenido por la compañía, se constata la presencia de cierto nivel mínimo de optimismo en la información analizada. Sin embargo, también se encuentra evidencia de que el tono de la información tiene valor informativo, siendo la información más positiva en aquellas empresas que obtuvieron un mejor desempeño, y ello para todas las piezas de información objeto de análisis. La moderación en el tono por parte de los gestores de las empresas con peor desempeño financiero, a diferencia de las conclusiones de otros estudios, se explica por el deseo de la dirección de dar credibilidad a la información divulgada, ya que parte del período temporal que comprende el presente estudio es realizado en un contexto económico caracterizado por la incertidumbre y por unas perspectivas negativas.

Por último, se encuentra evidencia de que no existe una mayor manipulación del tono de la información en las compañías de los países de cultura latina, objeto del presente estudio, que en aquellas con de cultura anglosajona, a pesar de que en esta última existe una mayor regulación de la información a divulgar.

En nuestra opinión, la elaboración de una información narrativa neutral, que implique un mejor funcionamiento de los mercados financieros, pasa por una mejora en los sistemas de control interno de la empresa, siendo necesario asegurar la independencia real tanto del auditor interno como del comité de auditoría, responsables de fiscalizar la información elaborada por las compañías, por lo que consideramos que el nuevo código de gobierno corporativo debería asegurar una mayor autonomía de dichos poderes de control en la empresa.

Bibliografía

ACCOUNTING STANDARDS BOARD. **Reporting Statement on the Operating and Financial Review**. London: ASB, 2006.

AERTS, W. Inertia in the Attributional Content of Annual Accounting Narratives. **European Accounting Review**, v.10, n. 1, p. 3-32, 2001.

AERTS, W. Picking up the Pieces: Impression Management in the Retrospective Attributional Framing of Accounting Outcomes. **Accounting, Organizations and Society**, v. 30, p. 493-517, 2005.

ANDERSON, R.C.; DURU, A.; REEB, D.M. (2009): Founders, Heirs, and Corporate Opacity in the United States, **Journal of Financial Economics**, v. 92, n. 2, p. 205-222, 2009.

BAIRD, J.E.; ZELIN II, R.C. The Effects of Information Ordering on Investor Perceptions: An Experiment Utilizing Presidents' Letters, **Journal of Financial and Strategic Decisions**,

v.13, n. 3, p. 71-80, 2000.

BENASSI, R K. ; MENEZES DA FONSECA, J; DOUGLAS, R.; MÁRCIO, L. Reflexos do desempenho financeiro nas boas notícias: análise linguística em companhias brasileiras transparentes. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 11, n. 22, p. 49-72, enero/abril 2014.

BOWEN, R.M.; DAVIS, A.K.; MATSUMOTO, D.A. Emphasis on Pro Forma Versus GAAP earnings in Quarterly Press Releases: Determinants, SEC Intervention and Market reactions. **The Accounting Review**, v.80, n. 4, p. 1011-1038, 2005.

CANADIAN INSTITUTE OF CHARTERED ACCOUNTANTS. **Management's Discussion and Analysis: Guidance on Preparation and Disclosure**. Toronto: CICA, 2002.

CLATWORTHY, M.; JONES, M. Financial Reporting of Good News and Bad News: Evidence from Accounting Narratives. **Accounting & Business Research**, v. 33, n. 3, p. 171-185, 2003.

CLATWORTHY, M.; JONES, M.J. The Effect of Thematic Structure on The variability of Annual Report Readability, **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 14, n. 3, pp. 311-326, 2001.

COHEN, J. A Coefficient of Agreement for Nominal Scales. **Educational and Psychological Measurement**, v. 20, p. 37-46, 1960.

COURTIS, J.K. Annual Report Readability Variability: Tests of the Obfuscation Hypothesis, **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, v. 11, n. 4, pp. 459-471, 1998.

DEMERS, E.; VEGA, C. Soft Information in Earnings Announcements: News or Noise? Papel de trabajo, 2010/33/AC, Fontainebleau: INSEAD, 2010.

ELLIOTT, W. **Emphasis and Information Display of Non-GAAP Earnings Measures: Effects on Professional and Non-Professional Investor Judgments and Decisions**. Papel de trabajo, 2004. Disponible en <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.497548>. Acceso en 4.09.2012.

HENRY, E. Market Reaction to Verbal Components of Earnings Press Releases: Event Study Using a Predictive Algorithm. **Journal of Emerging Technologies in Accounting**, v. 3, p. 1-19, 2006.

HENRY, E. Are Investors Influenced by How Earnings Press Releases are Written? **Journal of Business Communication**, v. 45, p. 363-407, 2008.

HENRY, E.; LEONE, A.J. Measuring Qualitative Information in Capital Markets Research. Papel de trabajo, 2010.

HILDEBRANDT, H.W.; SNYDER, R.D. The Pollyanna Hypothesis in Business Writing:

Initial Results, Suggestions for Research. **Journal of Business Communication**, v. 18, n. 1, p. 5-15, 1981.

HOOGHMSTRA, R. **The Construction of Reality: Cultural Differences in Self-Serving Behaviour in Accounting Narratives**. Tesis doctoral. Rotterdam: Erasmus University Rotterdam, 2003.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD. *IFRS Practice Statement- Management Commentary, A Framework for Presentation*. London: IASB, 2010.

JONES, M. Readability of Annual Reports: Western Versus Asian Evidence – A Comment to Contextualize. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, v. 9, n. 2, p. 86-91, 1996.

LANG, M.; LUNDHOLM, R. Voluntary Disclosure and Equity Offerings: Reducing Information Asymmetry or Hying the Stock? **Contemporary Accounting Research**, v. 17, n. 4 , p. 623-662, 2000.

LI, F. Annual Report Readability, Current Earnings, and Earnings Persistence. **Journal of Accounting and Economics**, v.45 n. 2-3, p. 221-247, 2008.

LI, F. The Information Content of Forward-Looking Statements in Corporate Filings-A Naïve Bayesian Machine Learning Approach. **Journal of Accounting Research**, v. 48, p. 1049-1102, 2010.

MERKL-DAVIES, D.M. **The Obfuscation Hypothesis Re-Examined: Analysing Impression Management in Narrative Annual Report Documents**. Tesis doctoral. Bangor: Bangor University, 2007. Disponible en http://researchrepository.ucd.ie/bitstream/handle/10197/2907/04_21%20Merkl-Davies%20Brennan%20Discretionary%20Disclosure%20Strategies%20in%20Corporate%20Narratives.pdf?sequence=1. Acceso el 15.11.2013.

MERKL-DAVIES, D.M.; BRENNAN, N.M.; MCLEAY, S.J. Impression Management and Retrospective Sense-Making in Corporate Narratives: A Social Psychology Perspective. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, v. 24, n. 3, p. 315-344, 2011.

MILGROM, P. Good News and Bad News: Representation Theorems and Applications. **Bell Journal of Economics**, v.12, v. 2, p. 380-391, 1981.

PATELLI, L.; PEDRINI, M. Is the Optimism in CEO's Letters to Shareholders Sincere? Impression Management versus Communicative Action during the Economic Crisis", **Journal of Business Ethics**, doi: 10.1007/s10551-013-1855-3, 2013.

PIOTROSKI, J. **Segment reporting fineness and the precision of investors beliefs**. Papel de trabajo. Universidad de Chicago, 2003.

RAHMAN, S. Impression management motivations, strategies and disclosure credibility of

corporate narratives. **Journal of Management Research**, v.4, n.3, p. 1-14, 2012.

REVSINE, L. The Selective Financial Misrepresentation Hypothesis. **Accounting Horizons**, v. 5, n. 4, p. 16-27, 1991.

RUTHERFORD, B.A Genre Analysis of Corporate Annual Report Narratives. **Journal of Business Communication**, v. 42, n. 4, p. 349-378, 2005.

SALOTTI, B.M. Divulgação voluntária da Demonstração dos Fluxos de Caixa no mercado de capitais brasileiro. Tesis doctoral. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, Brasil, 2005.

SCHLEICHER, T.; WALKER, M. Bias in the Tone of Forward-Looking Narratives. **Accounting and Business Research**, v. 40, n. 4, p. 371-390, 2010.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **Final Rule: Disclosure in Management's Discussion and Analysis about Off-balance Sheet Arrangements and Aggregate Contractual Obligations**. Washington DC, WA: SEC, 2003.

SMITH, M.; DONG, Y.; REN, Y. The predictive ability of corporate narrative disclosures: Australian evidence. **Asian Review of Accounting**, v. 19, n.2, p. 157-170, 2011.

SYDSERFF, R.; WEETMAN, P. Developments in Content Analysis: A Transitivity Index and DICTION Scores. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, v.15, n. 4, p. 523-545, 2002.

UANG, J.Y; CITRON, D.B.; SUDARSANAM, S.; TAFFLER, R.J. Management Going-Concern Disclosures: Impact of Corporate Governance and Auditor Reputation. **European Financial Management**, v. 12, p. 789-816, 2006.

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