

UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA  
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS  
CURSO DE MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

ALEX FERREIRA LOPES

O TOM DE DIVULGAÇÃO NARRATIVA SOB A ÓTICA DA TEORIA DO ALTO  
ESCALÃO: EVIDÊNCIAS NO BRASIL

JOÃO PESSOA  
2022

ALEX FERREIRA LOPES

O TOM DE DIVULGAÇÃO NARRATIVA SOB A ÓTICA DA TEORIA DO ALTO  
ESCALÃO: EVIDÊNCIAS NO BRASIL

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba (PPGCC-UEPB), como requisito à obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

**Linha de Pesquisa:** Informação Contábil para Usuários Externos.

**Orientador:** Prof. Dr. Wenner Glaucio Lopes Lucena.

JOÃO PESSOA  
2022

**Catálogo na publicação**  
**Seção de Catalogação e Classificação**

L864t Lopes, Alex Ferreira.

O tom de divulgação narrativa sob a ótica da teoria do alto escalão : evidências no Brasil / Alex Ferreira Lopes. - João Pessoa, 2022.

48 f. : il.

Orientação: Wenner Glaucio Lopes Lucena.

Dissertação (Mestrado) - UFPB/CCSA.

1. Contabilidade. 2. Análise textual. 3. Características dos CEOs. 4. Disclosure narrativo. 5. Teoria do Alto Escalão. I. Lucena, Wenner Glaucio Lopes. II. Título.

UFPB/BC

CDU 657(043)

ALEX FERREIRA LOPES

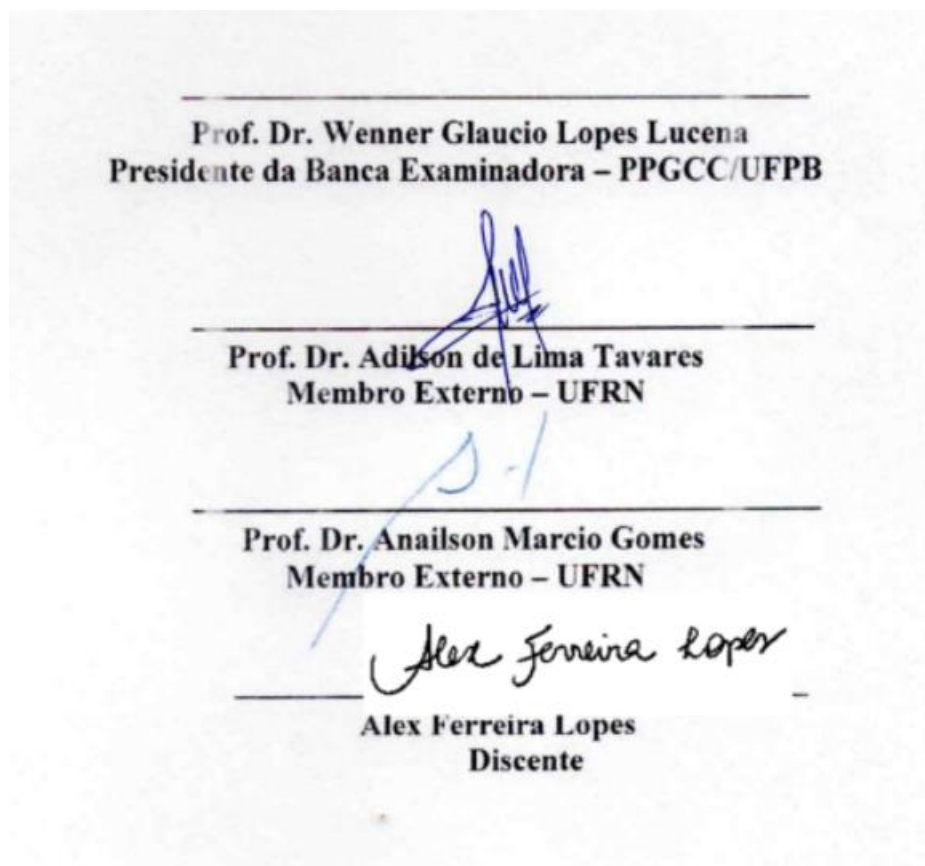
O TOM DE DIVULGAÇÃO NARRATIVA SOB A ÓTICA DA TEORIA DO ALTO  
ESCALÃO: EVIDÊNCIAS NO BRASIL

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba (PPGCC-UFPB), como requisito à obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

**Linha de Pesquisa:** Informação Contábil para Usuários Externos.

**Orientador:** Prof. Dr. Wenner Glaucio Lopes Lucena.

Comissão Avaliadora



*Emitido em 25/02/2022*

ATA Nº 75/2022 - PPGCC (11.00.52.03)  
(Nº do Documento: 75)

(Nº do Protocolo: NÃO PROTOCOLADO)

*(Assinado digitalmente em 18/03/2022 10:09 )*  
WENNER GLAUCIO LOPES LUCENA  
PROFESSOR DO MAGISTERIO SUPERIOR  
1526402

Para verificar a autenticidade deste documento entre em <https://sipac.ufpb.br/documentos/> informando seu número:  
75, ano: 2022, documento (espécie): ATA, data de emissão: 18/03/2022 e o código de verificação: **5b4af1bf9b**

“É uma estupidez não ter esperança.”  
(Ernest Hemingway)

## AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer à minha família, por todo apoio incondicional recebido por todos esses anos, por sempre lutarem comigo todas as batalhas, por sempre estarem com um sorriso no rosto mesmo quando o mundo parece que vai desabar.

Obrigado mainha (Luciana), obrigado pai (José), obrigado minha irmã (Alessandra) e muito obrigado minha sobrinha (Lara) – vocês são meu maior tesouro na terra e tudo o que eu faço para melhorar é pensando em vocês.

Eu jamais imaginaria, há uns 4 anos, que estaria sentado aqui hoje escrevendo esses agradecimentos, é assombroso o modo como as coisas acontecem – e que bom que acontecem!

Muito obrigado Professor Wenner Lucena, por esses anos de orientação, eu tenho muita sorte de lhe ter como orientador!

Muito obrigado Professora Maria Daniella, sem sua ajuda imprescindível, este trabalho não teria saído do campo das ideias. Serei eternamente grato!

Muito obrigado, Professor Adilson e Professor Anailson, por toda paciência e partilha de conhecimento! Vocês também fazem parte da minha história.

Muito obrigado, minha amiga Caritsa Moreira, por sua amizade, por todo apoio, confiança, conversas e parcerias você é uma joia raríssima!

Muito obrigado Matheus Mendes, por toda ajuda e disponibilidade, você é um menino de ouro!

Muito obrigado meu amigo João Paulo, por toda gentileza e paciência, você é uma pessoa incrível!

Muito obrigado Edna Silva, minha amiga, sempre tão especial! Você é luz!

Muito obrigado Inajá Allane, pela ajuda e apoio, nunca esquecerei sua bondade!

Muito obrigado a todos os que fazem parte da família PPGCC – UFPB, professores e servidores! Vocês são caríssimos! (Professores Aldo Callado, Márcia Machado, Orleans Martins, Paulo Amilton, Josedilton Diniz, e Dimas Queiroz e servidoras Wilma e Cecília)

Minha turma maravilhosa, a Turma da Pandemia, obrigado a todos! Mesmo tendo cursado todas as disciplinas online, vocês fizeram toda a diferença! (Thayná, Raiza, Marcilene, Sheila, Rodolfo, Matheus e Dener)

Meus “irmãos” e “irmãs” de orientação, meu muito obrigado por toda gentileza e apoio de sempre! (Thamirys, Risolene, Diego, Geisa, Iris, Vitor, Lívia, Marília, Ingrid e Drika)

Meus amigos do coração, Yure Figueredo, Joelton Kennedy, Renato Lima e Júlio França, vocês são os irmãos que eu jamais tive!

Queria agradecer à CAPES, pela bolsa concedida, que me ajudou bastante nesse período difícil ao qual o mundo ainda está sujeito.

Obrigado Deus, por TUDO! Por nunca me desamparar, por sempre me abençoar e me fazer enxergar todas as coisas boas que já conquistei com gratidão.

Não tenho mais o que dizer a não ser OBRIGADO!

## RESUMO

O objetivo deste estudo foi avaliar os fatores-chave do tom de divulgação narrativo contido nos *press releases* das empresas de capital aberto no Brasil sob a perspectiva das características de seus respectivos CEOs, com base na Teoria do Alto Escalão. Para tanto, foi utilizada análise textual computadorizada, usando a metodologia *bag-of-words*, com intuito de se mensurar a frequência das palavras de tom positivo e negativo dos relatórios analisados para se formar as variáveis dependentes da pesquisa. As características dos CEOs e demais variáveis da pesquisa, que não financeiras, foram coletadas por meio de documentos entregues à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), mais especificamente nos Formulários de Referência. Informações financeiras foram coletadas por meio da base de dados *Thomson Reuters e Economatica*. A amostra final contou com 1303 observações-ano durante o período 2011 - 2020 e a análise final das variáveis, foi feita por meio de regressões por mínimos quadrados ordinários (OLS). Os resultados apontaram associação significativa entre as variáveis de interesse e explicativas, mas com sinal invertido. Ao contrário do que prega a literatura, as variáveis de características dos CEOs como idade, expertise financeira e executivo do gênero feminino não apresentaram associação inversa com o tom de divulgação narrativa dos relatórios de resultado das empresas. Todavia, mecanismos de Governança Corporativa, como independência do Conselho de Administração e do Comitê de Auditoria, se mostraram como fatores importantes na determinação do tom positivo dos *press releases* das empresas da amostra. Além disso, também foi evidenciado que CEOs com traços narcisistas são mais propensos a evidenciar um tom mais otimista em relação àqueles que não possuem essas características.

**Palavras-chave:** Análise Textual; Características dos CEOs; Disclosure Narrativo; Teoria do Alto Escalão.



## ABSTRACT

The objective of this study was to evaluate the key factors of the narrative disclosure tone contained in the press releases of publicly traded companies in Brazil from the perspective of the characteristics of their respective CEOs, based on the Upper Echelons Theory. To this end, computerized textual analysis was used, using the bag-of-words methodology, to measure the frequency of words with a positive and negative tone in the analyzed reports to form the dependent variables of the research. The characteristics of CEOs and other non-financial research variables were collected through documents delivered to the Securities and Exchange Commission (CVM), more specifically in the Reference Forms. Financial information was collected through the *Thomson Reuters* and *Economática* databases. The final sample had 1303 observations-year during the period 2011 - 2020 and the final analysis of the variables was performed using ordinary least squares (OLS) regressions. The results showed a significant association between the variables of interest and explanatory variables, but with an inverted sign. Contrary to what the literature preaches, the variables of characteristics of CEOs such as age, financial expertise and female executive did not show an inverse association with the tone of narrative disclosure of the companies' earnings reports. However, Corporate Governance mechanisms, such as the audit committee and board independence, proved to be important factors in determining the positive tone of the companies' press releases in the sample. In addition, it has also been shown that CEOs with narcissistic traits are more likely to evince a more optimistic tone towards those who do not have these traits.

**Keywords:** Textual Analysis; CEO Characteristics; Narrative Disclosure; Upper Echelons Theory.

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Composição da Amostra da Pesquisa .....	24
Tabela 2 – Estatísticas Descritivas das Variáveis.....	33
Tabela 3 – Determinantes do Tom de Divulgação Narrativa .....	35
Tabela 4 – Determinantes do Tom de Divulgação Narrativa Moderados Pela Governança Corporativa.....	37

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>11</b>
1.1	OBJETIVOS .....	14
1.1.1	Objetivo Geral.....	14
1.1.2	Objetivos Específicos.....	14
1.2	JUSTIFICATIVA.....	14
<b>2</b>	<b>REFERENCIAL TEÓRICO</b> .....	<b>16</b>
2.1	TEORIA DO ALTO ESCALÃO .....	16
2.1.1	Características Observáveis e Não-Observáveis dos CEOs.....	17
2.2	TONS DE DISCLOSURE NARRATIVO.....	18
2.3	TONS DE DISCLOSURE NARRATIVO E AS CARACTERÍSTICAS DOS CEOS ..	21
<b>3</b>	<b>METODOLOGIA</b> .....	<b>23</b>
3.1	AMOSTRA E COLETA DE DADOS .....	23
3.2	MENSURAÇÃO DAS VARIÁVEIS .....	24
3.2.1	O Tom Contido nos <i>Press-Releases</i> .....	24
3.2.2	As Características dos CEOs.....	26
3.3	PROCEDIMENTOS ECONOMÉTRICOS .....	27
<b>4</b>	<b>APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS</b> .....	<b>32</b>
4.1	ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS .....	32
4.2	OS TONS DE DISCLOSURE NARRATIVO E AS CARACTERÍSTICAS OBSERVÁVEIS E NÃO OBSERVÁVEIS DOS CEOS .....	33
4.3	O EFEITO MODERADOR DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NOS DETERMINANTES DOS TONS DE DISCLOSURE NARRATIVO.....	36
<b>5</b>	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	<b>39</b>
	<b>REFERÊNCIAS</b> .....	<b>41</b>
	<b>APÊNCIDE</b> .....	<b>47</b>

## O TOM DE DIVULGAÇÃO NARRATIVA SOB A ÓTICA DA TEORIA DO ALTO ESCALÃO: EVIDÊNCIAS NO BRASIL

### 1 INTRODUÇÃO

Não é de hoje que estudos sobre o *disclosure* permeiam o ambiente contábil. Estudos como o de Verrecchia (2001) e Dye (2001), mesmo que com visões diferentes, foram importantes para nortear um universo de pesquisas sobre o tema e seus desdobramentos. É sabido que a busca por evidenciação é consequência da assimetria de informação existente entre os participantes do mercado (Healy & Palepu, 2001) e pode ser considerada uma forma de serem atendidos os desejos, tanto dos acionistas quanto dos gestores, no direito de ter informações para tomarem decisões e no ganho de credibilidade junto ao mercado, respectivamente (Kos, Espejo e Raifur, 2014).

Existe uma lacuna entre os números contidos nos demonstrativos financeiros das empresas e seus fundamentos de negócio. Uma solução para unir esses pilares é o *disclosure* narrativo, que tem por finalidade ser um canal para que os gestores transmitam aos investidores informações contextuais sobre suas empresas e, para isso, os gerentes devem estar dispostos a modificar suas divulgações, baseadas no desempenho financeiro da empresa e à medida que essas necessidades mudem, a fim de que sejam atendidas as necessidades informacionais dos usuários (Merkley, 2014).

Estudos sugerem que a informação quantitativa, sozinha, não oferece um retrato completo da situação econômica da firma, de forma que o *disclosure* financeiro de caráter qualitativo tem um grande papel na ajuda do entendimento desses dados, formando um elo complementar na busca pelo entendimento do todo, em se tratando de questões envolvendo gestores e *stakeholders* (Huang, Teoh & Zhang, 2014; Luo & Zhou, 2020). Além disso, os investidores também usam de informações qualitativas que são divulgadas pela administração para fazer suas previsões, tanto dos preços das ações, quanto de lucros futuros (Lundholm & Myers, 2002; Kiattikulwattana, 2019).

O objetivo é auxiliar os principais usuários da informação contábil a tomarem a melhor decisão acerca dos eventos econômicos de uma entidade (Souza & Silva, 2020). Com isso, há

uma quantidade razoável de trabalhos dentro da contabilidade financeira que tratam desse assunto, visto que não há dúvida de que esses estudos contribuem para o entendimento da estrutura e das características dos mercados financeiros (Feldman, Govindaraj, Livnat & Segal, 2010).

Essa linha de pesquisa, no campo da contabilidade, já possui estudos que relacionam o *disclosure* narrativo com diversos fatores, como por exemplo: o risco de *disclosure* (Davis & Tama Sweet, 2012; Elshandidy, Fraser & Hussainey, 2015; Ibrahim & Hussainey, 2019); qualidade da informação e gerenciamento de resultados (Silva & Lucena, 2020; Souza & Silva, 2020); risco de litígio (Rogers, Van Buskirk & Zechman, 2011); risco de auditoria (Bicudo de Castro, Gul, Muttakin & Mihret, 2019); previsão de continuidade de empresas (Pagliarussi & Scotá, 2009); além de retorno de ações no curto (Feldman et al., 2010; Demers & Veja, 2011; Loughran & McDonald, 2011; Davis, Piger & Sedor, 2012; Huang et al., 2014; Bowen, Dutta, Tang & Zhu, 2018) e no longo prazo (Huang et al., 2014).

Todavia, como pontuam Bassyouny, Abdefattah e Tao (2020), também é importante investigar não apenas o que a informação nesse contexto seja, mas como ela é apresentada aos usuários externos, por isso a motivação em se estudar o Tom da Divulgação Narrativa (TDN) (Blankespoor, 2018). Esse tom está relacionado a como a informação é linguisticamente apresentada ao usuário, ou seja, de forma positiva, negativa ou incerta (Loughram & McDonald, 2016). A grande maioria dos estudos nessa temática está concentrada em três grandes pilares, como as características operacionais da firma, oportunismo administrativo e às características da administração (Luo & Zhou, 2020).

No entanto, trabalhos que tratam dos determinantes do tom das divulgações ainda são escassos em relação aos que investigam as consequências dos tons nos relatórios e de como isso pode influenciar a reação do mercado, a volatilidade das ações e a performance financeira das empresas, ou seja, apesar de haver trabalhos que se utilizam de características específicas das firmas como determinantes dos tons de divulgação, ainda há poucos trabalhos sobre as características dos gestores como função determinante desse aspecto (Bassyouny, Abdefattah e Tao, 2020). Dessa forma, torna-se importante a pesquisa nessa área que vem crescendo cada vez mais dentro da contabilidade.

DeBoskey, Luo e Zhou (2019) construíram um modelo para determinar o tom dos anúncios de ganhos pelas empresas e o impacto do CEO *power* nesses relatórios. Os autores se utilizaram da interação entre o CEO *power* e o monitoramento do conselho de administração como teste para verificar se a supervisão eficaz do conselho modera a força da associação entre o CEO *power* e o tom dos anúncios de ganhos. Os resultados encontrados pelos autores são

consistentes com a noção de que CEOs poderosos usam um tom mais otimista e agressivo em seus anúncios de lucros e que uma supervisão mais forte do conselho consegue restringir essa agressividade em CEOs com mais tempo no cargo, ao contrário daqueles que possuem dupla função no conselho.

Por outro lado, Marquez-Illescas, Zebedee e Zhou (2019), examinaram a influência de traços de personalidade do CEO nas divulgações corporativas, analisando o tom dos anúncios de lucros de uma amostra de CEOs da Fortune 500. Os achados sugerem que os CEOs mais narcisistas tendem a se promover emitindo anúncios de lucros mais positivos, diminuindo conforme sua idade, e que a resposta do mercado ao tom desses anúncios é menos pronunciada para CEOs mais narcisistas, indicando que o mercado leva em consideração o viés contido nesses relatórios.

Diferentemente desses últimos trabalhos, Bassyouny, Abdefattah e Tao (2020), empregaram a Teoria do Alto Escalão, de Hambrick e Mason (1984), para investigar os principais direcionadores do tom das divulgações dos relatórios anuais divulgados por empresas do Reino Unido, levando então, em consideração, os aspectos dos gestores ao invés do das firmas no levantamento de suas hipóteses. Seus resultados mostraram que as características observáveis e não observáveis dos CEOs guiam os tons positivos das divulgações feitas no contexto do Reino Unido, sendo moderados pelos atributos de governança corporativa.

No Brasil, ainda não foram identificados estudos que baseassem as características dos CEOs com os tons de divulgação contidos nos relatórios das empresas. Todavia, há trabalhos que usam de análise textual para investigar outros aspectos, como, por exemplo, a dinâmica do mercado em relação ao sentimento textual e o desempenho das empresas (Machado & Silva, 2017), o tom das notícias e o risco sistemático de ações (Silva & Machado, 2019), e o tom das palavras contidas nos *press releases* e o gerenciamento de resultados (Souza & Silva, 2020).

Com isso, dada a necessidade de se ampliar a discussão sobre a temática dos determinantes dos tons de *disclosure* narrativo (Marquez-Illescas et al., 2019), e a oportunidade de se estudar o mercado brasileiro – dada maior ênfase de estudos em países como Estados Unidos e Reino Unido (Jones, 2011) – tomando como objeto de análise os *press releases* divulgados pelas empresas, considerando que este relatório não passa por algum tipo de auditoria externa e que os gestores têm maior discricionariedade em sua elaboração (Huang et al., 2014), propõe-se o seguinte problema de pesquisa: **qual a relação entre as características dos CEOs e o tom do disclosure narrativo contido nos *press releases* das empresas de capital aberto no Brasil?**

## 1.1 OBJETIVOS

### 1.1.1 Objetivo Geral

A pesquisa tem como principal objetivo, avaliar os determinantes do tom do disclosure narrativo contido nos *press releases* das empresas de capital aberto no Brasil sob a perspectiva das características dos seus respectivos CEOs.

### 1.1.2 Objetivos Específicos

- Analisar a relação entre as características pessoais e profissionais dos CEOs (idade, gênero, expertise financeira e nível de narcisismo) e o tom positivo contido nos *press releases*, considerando o contexto brasileiro;
- Examinar a influência de mecanismos de governança corporativa na moderação de possíveis relações entre características inerentes aos CEOs e o tom positivo contido nesses *press releases*;
- Investigar as relações entre características de desempenho das empresas de capital aberto e as possíveis associações entre as características descritas dos CEOs e o tom positivo contido nos *press releases*.

## 1.2 JUSTIFICATIVA

O tom do texto qualitativo em comunicados de imprensa (*press releases*) acerca dos resultados de uma empresa pode ser muito otimista ou pessimista em relação às divulgações simultâneas de performance quantitativa. A escolha do nível do tom que se dá em textos qualitativos, que são ilimitadas em relação às informações quantitativas, é chamada de gerenciamento de tom (Huang et al., 2014).

Lo, Ramos e Rogo (2017) afirmam que em um reporte corporativo típico, cerca de 80% de um relatório anual é composto de informações textual-narrativas enquanto o restante das representações consiste em números ou dados quantitativos. Sobre esse aspecto, Huang et al. (2014), comentam que embora as informações quantitativas por si só não forneçam uma imagem completa da circunstância econômica da firma (Arslan-Ayadin, Boudt & Thewissen, 2016), para que ela seja utilizada, os investidores precisam antes codificar as informações para depois processá-las (Fiske & Taylor, 1991). Porém, quando há incentivos de agência no sentido

de que a facilitação do entendimento de informações quantitativas se dará por meio de informações qualitativas, os investidores podem ser enganados.

Nesse sentido, como dito anteriormente, as pesquisas sobre disclosure narrativo têm buscado entender os determinantes dessas divulgações. No caso dessa agenda de pesquisa, diversos trabalhos têm dado atenção a documentos que possuem características peculiares, como formulários 10-K e 10-Q (Buchholz, Jaeschke & Lopatta, 2018; Li, 2010), cartas aos investidores (Abrahamson & Amir, 1996), conferências de resultado (Davis, Ge, Matsumoto & Zhang, 2015) e press releases (Asrlan-Ayadin et al., 2016; Davis & Tama-Sweet, 2012; Huang et al., 2014).

Em relação às pesquisas de caráter qualitativo quanto ao nível de disclosure, Gomes, Ferreira e Martins (2018) argumentam que a grande maioria dos trabalhos se vale de *check-lists* para verificar se as entidades tiveram um melhor desempenho em relação ao seu nível de divulgação. Todavia, este estudo se diferencia das demais pesquisas por propor uma análise sobre o disclosure utilizando técnicas de programação para análise de textos de forma quantitativa.

A escolha dos releases de resultado como documento de análise se dá por sua peculiaridade em relação aos demais reportes que são divulgados pelas empresas, visto que é um relatório que não possui regulação própria, não é auditado, possui um nível maior de discricionariiedade em sua elaboração além de não relatarem todas as informações da companhia.

Além disso, no Brasil, ainda não foram identificados estudos que relacionassem a influência das características dos CEOs e o tom dado aos releases de resultado. Como afirmam Silva e Fernandes (2009), a quantidade de pesquisas sobre análise textual ainda se mantém baixa devido à demanda que se requer, dado o processo manual e a falta de um banco de dados com informações que sejam facilmente acessadas.

Como contribuições, a pesquisa tem como intuito auxiliar na literatura sobre o tema, no sentido de trazer informações relevantes para a realidade brasileira, além de auxiliar os investidores em sua tomada de decisão, visto que estudos apontam que as informações providenciadas pelos gestores podem ser enviesadas e que esses usuários reagem fortemente à linguagem positiva contida nos reportes financeiros (Merkl-Davies, Brennan & McLeay, 2011; Loughran & McDonald, 2011; Feldman et al., 2010; Smith & Taffler, 2000).



## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 TEORIA DO ALTO ESCALÃO

Os resultados organizacionais das entidades sofrem bastante influência dos valores e bases cognitivas de seus maiores agentes: a alta liderança, isto é, o CEO e seus executivos (Sierra, Serra, Guerrazzi & Teixeira, 2019). A Teoria do Alto Escalão ganhou corpo em 1984, quando Hambrick e Mason propuseram, em seu artigo seminal, que os executivos – face a situações estratégicas dentro da empresa – agem de acordo com suas próprias interpretações, que são adquiridas em função de suas experiências, valores e personalidade (Hambrick & Mason, 1984; Hambrick, 2007).

Como destacam Carpenter, Geletkanycz e Sanders (2004), os gestores, quando confrontados com desafios de decisão comuns (a exemplo da sobrecarga de informações e metas e objetivos conflitantes) respondem a esses estímulos com base em suas próprias percepções, filtradas por meio de suas bases cognitivas e valores – que são por si só construtos psicológicos inobserváveis. Todavia, como a própria teoria postula, as características gerenciais observáveis são proxies eficientes que dão interpretação às outras que não podem ser mensuradas (Hambrick & Mason, 1984; Carpenter et al., 2004).

Desde a proposição original, diversos incrementos foram dando mais forma à citada Teoria, como por exemplo, o efeito moderador da discrição gerencial, que trata de quão extensa é a liberdade que os executivos têm para tomar suas decisões, seja no meio ambiental, organizacional ou até mesmo individual (Hambrick & Finkelstein, 1987). Sierra et al. (2019) explicam que na presença de um nível mais elevado de discrição gerencial, haverá maior reflexo das características dos gestores no desempenho da organização, por outro lado, quando há menor discrição gerencial, a influência das características dos gestores diminui.

Outro exemplo de efeito moderador é o apontado por Hambrick, Finkelstein e Mooney (2005), em que os autores sugerem que as demandas sobre os trabalhos dos executivos advêm de três fatores, sendo eles: suas próprias aspirações pessoais (por exemplo, desejo pessoal de superar os outros), os desafios impostos ao seu trabalho pelo contexto de sua organização (por exemplo, escassez de recursos organizacionais), e, por fim, os desafios impostos pelos proprietários ou conselho de administração em relação ao desempenho (Plöckinger, Aschauer, Hiebl & Rohatschek, 2016; Teixeira, 2019). A implicação desse efeito moderador é a busca por tomadas de decisão, por parte dos executivos, baseadas em experiências passadas, com o objetivo de agilizar o processo de escolha, conforme se sentem mais confortáveis, indicando maior influência de suas inclinações pessoais e profissionais.

### 2.1.1 Características Observáveis e Não-Observáveis dos CEOs

Conforme Armenic e Craig (2010), com o objetivo de aumentar a riqueza de seus investidores, os gestores possuem um papel fundamental na escolha da estratégia e na tomada de decisões de uma empresa, e, em linha com a Teoria do Alto Escalão, os resultados que são apresentados pelas empresas, podem ser previstos pelas características de seus altos executivos (Hambrick & Mason, 1984).

Nesse sentido, diversas pesquisas levaram em consideração os aspectos pessoais e cognitivos dos CEOs na busca da compreensão de sua influência em diversos aspectos relacionados às entidades. Exemplo disso é o trabalho de Serra, Três e Ferreira (2016), que examinaram como a experiência e a competência dos CEOs influenciam a performance ou desempenho das firmas de capital aberto no contexto brasileiro. Em se tratando da idade dos CEOs, os trabalhos de Bertrand e Mullainathan (2003), Hambrick e Mason (1984), Serfling (2012) e Ting, Azizan e Kweth (2015), por exemplo, dão evidências sobre gestores mais ou menos avessos ao risco (isto é, quanto mais velhos, mais conservadores, e quanto mais novos, mais alheios ao risco) e que possuem maiores oportunidades de crescimento por meio de maior capacidade de atrair investimentos.

Quanto ao gênero do CEO, os achados de Naseem, Lin, Rehman, Ahmad e Ali (2020) apontam que, na hora de tomar decisões financeiras, os homens são mais confiantes que as mulheres, mesmo que o número de CEOs do sexo feminino tenha tido um acréscimo na amostra de firmas paquistanesas durante o período analisado, mostrando que essa característica está positivamente relacionada à performance da firma.

Em relação à expertise financeira, Custódio e Metzger (2014), encontraram que CEOs especialistas em finanças são capazes de levantar fundos externos mesmo quando as condições de crédito são restritas, além de terem uma maior comunicação com os investidores por saberem do que eles precisam, além disso gestores com MBA parecem seguir estratégias mais agressivas de investimento (Bertrand & Mullainathan, 2013; Bassyouny et al., 2020).

Todavia, uma outra vertente de estudos se baseia em métricas que buscam captar outras características dos gestores de topo que não são tão diretamente observáveis, como o caso do narcisismo. Wales, Patel e Lumpkin (2013), argumentam que o narcisismo é uma visão inflada, mas frágil, da importância que indivíduos dão a si mesmos, além de ser um construto que tem gerado interesse das ciências sociais por décadas. Trabalhos como o de Habib e Hasan (2017)

e Olsen, Dworkis e Young (2013) buscaram analisar como o efeito de tendências narcisistas do CEO afetam a tomada de decisões corporativas e o impacto no resultado das empresas.

Chatterjee e Hambrick (2007) salientam que as decisões tomadas pelos diretores executivos não só afetam e têm importância para os indivíduos que interagem com eles, mas, de forma mais ampla, se estendem àqueles que fazem parte dos chamados stakeholders, ou partes interessadas. Como dizem Lin, Lin e Lei (2020), um CEO que é mais radical ou que possua mais recursos e influência estará mais propenso a tomar decisões mais arriscadas incorrendo em métodos de financiamento significativos, ao contrário de um CEO mais calmo, de personalidade forte, que seria mais propenso a estratégias financeiras menos arriscadas. Além disso, é importante salientar que mesmo que o CEO não esteja envolvido diretamente na elaboração das demonstrações contábeis das empresas, ele pode definir o tom a partir do topo e influenciar os demais diretores, como o caso dos CFOs (*Chief Executive Officers*) (Feng, Ge, Luo & Shevlin, 2011; Gounopoulos & Pham, 2018).

## 2.2 TONS DE DISCLOSURE NARRATIVO

Como dizem Yan, Arslan-Ayaydin, Thewissen e Torsin (2021), o disclosure corporativo é parte central da continuidade da eficiência dos mercados de capitais. Os autores falam que as firmas providenciam informações em forma de relatórios financeiros que são geralmente auditados, dada a persistência da assimetria de informação e dos conflitos de agência entre as partes interessadas e os gerentes. De fato, como pontuam Healy e Palepu (2001), esse tipo de evidenciação mitiga o problema existente entre a deficiência de informações que uma parte possui em detrimento da outra.

Verrecchia (2001) afirma que não há uma teoria unificada sobre a divulgação, mas que apesar disso, todas as demais pesquisas sobre o tema fazem parte de uma mistura eclética que pertencem a um grande quebra-cabeças de divulgação geral. Por outro lado, Dye (2001), diz que há sim uma teoria sobre a divulgação, sendo um caso especial da Teoria dos Jogos, com a premissa central de que qualquer entidade que contemplar fazer uma divulgação, apenas o fará contanto que as informações evidenciadas sejam ao seu favor, não o contrário.

Outro ponto ressaltado pelo autor, é que a teoria da divulgação fica mais interessante à luz que lança sobre como interpretar o silêncio ou, geralmente, menos do que a divulgação completa que poderia ter sido feita (Dye, 2001). Porém, mesmo que informações sejam divulgadas em relatórios financeiros, eles não são a única fonte de informações que as partes interessadas possuem para que possam tomar suas decisões.

Henry (2008) afirma que os anúncios de lucros contidos nos *press releases* são um importante instrumento de comunicação da empresa aos seus investidores. Em seu estudo, a autora examinou se os investidores são influenciados pela forma como os *press releases* de resultados são escritos. Os achados evidenciam que o tom desses relatórios influencia as reações dos investidores aos lucros, explicada pela Teoria dos Prospectos de Tversky e Kahneman (1981, 1986), que prediz que enquadrar o desempenho financeiro em termos positivos, fará com que os investidores pensem nos resultados em termos de aumentos em relação aos pontos de referência.

O tom, nesse caso, pode ser definido como o afeto ou o sentimento de uma comunicação, ou seja, uma função de duas características: o conteúdo e a escolha das palavras. Dessa forma, um tom positivo pode ser alcançado, por exemplo, concentrando-se em resultados positivos e/ou descrevendo os resultados de uma forma positiva. O ponto que a autora ressalta é que empresas com operações razoavelmente complexas possuem um diverso corpo de “notícias” a partir das quais se selecionam os itens que serão relatados na divulgação textual que acompanha suas demonstrações financeiras em um relatório periódico de lucros (*press release*) (Henry, 2008).

Iatridis (2016) pontua que o disclosure narrativo deve criticamente explicar suposições gerenciais, estimativas, julgamentos e fontes de incerteza, a fim de explicar os números contábeis e as políticas financeiras implementadas, uma vez que a divulgação financeira consiste em representações narrativas e numéricas de uma posição financeira e de desempenho da empresa.

Assim, uma vez que as informações quantitativas fornecem aos investidores uma informação incompleta do desempenho econômico de uma empresa, a análise da divulgação da narrativa em outros relatórios, a exemplo dos *press releases*, é de extrema importância (Arslan-Ayadin, Boudt & Thewissen, 2016). Dessa forma, estudos têm sido feitos com intuito de se entender a influência dos tons narrativos sob aspectos inerentes às entidades.

Temas como o risco de *disclosure* (Davis & Tama Sweet, 2012; Elshandidy, Fraser & Hussainey, 2015; Ibrahim & Hussainey, 2019), qualidade da informação e gerenciamento de resultados (Silva & Lucena, 2020; Souza & Silva, 2020), risco de litígio (Rogers, Van Buskirk & Zechman, 2011), risco de auditoria (Bicudo de Castro, Gul, Muttakin & Mihret, 2019), previsão de continuidade de empresas (Pagliarussi & Scotá, 2009), além de retorno de ações no curto (Feldman et al., 2010; Demers & Vega, 2011; Loughran & McDonald, 2011; Davis, Piger & Sedor, 2012; Huang et al., 2014; Bowen, Dutta, Tang & Zhu, 2018) e no longo prazo (Huang et al., 2014), têm feito parte do arcabouço dessa agenda de pesquisa.

Cabe destacar, que não há só pesquisas sobre o tom dado a narrativas em relatórios contábeis e financeiros, mas também existem pesquisas que relacionam o sentimento de notícias às reações do mercado, como por exemplo, a pesquisa de Silva e Machado (2019) que estimaram um índice de sentimento textual baseado em notícias veiculadas na imprensa e a relação com o risco sistemático das ações preferenciais da Vale S.A. por ocasião do acidente ocasionado pela Samarco.

No Brasil, as pesquisas sobre o tom das divulgações têm se concentrado em aspectos como a legibilidade de relatórios contábeis (Gomes, Ferreira & Martins, 2018; Telles, 2016; Inoue, 2021; Mendes, 2021; Silva e Fernandes, 2009) e o tom das divulgações com aspectos ligados ao desempenho empresarial (Machado & Silva, 2017) e ao gerenciamento de resultados e qualidade das informações contábeis, a partir de listas de palavras desenvolvidas por outros autores (Souza & Silva, 2020; Silva & Lucena, 2020).

A fim de se verificar os efeitos dos impactos da OCPC 07 sobre o tamanho e a legibilidade das notas explicativas das companhias brasileiras, Gomes et al., (2018), se utilizaram de técnicas de mineração de textos e de quantificação de elementos textuais para a coleta de dados em notas explicativas, mostrando que a grande maioria das empresas reduziu o tamanho das suas notas após a adoção da norma, todavia, mesmo com notas menores, ainda havia dificuldade de serem lidas.

Telles (2018) afirma que a contabilidade, como ferramenta, deve superar problemas e barreiras na apresentação de informações aos usuários, e ainda, diz que um desses problemas é a compreensibilidade, que pode afetar a tomada de decisões. Em seu estudo, a autora aplicou testes de média em 44 empresas abertas que apresentaram notas explicativas em inglês e em português no período de 2012 a 2015, o intuito era analisar se havia mudança na compreensibilidade dos relatórios após a adoção da OCPC 07. Seus resultados mostraram que não houve mudança após a adoção da norma, e que maior parte das empresas que possuíam os piores níveis de legibilidade, apresentaram os melhores níveis de inteligibilidade, além do fato de ocorrerem alterações em alguns índices de compreensibilidade e inteligibilidade, apresentando valores diferentes em inglês e português.

Por sua vez, Inoue (2021) verificou se a legibilidade das Demonstrações Financeiras Padronizadas influenciaria os custos de agência nas empresas brasileiras pertencentes ao segmento Novo Mercado de Governança Corporativa. Se utilizando do índice de leitura de Flesch para mensurar a legibilidade e de regressões OLS para estimar os resultados, o autor concluiu que empresas que apresentam maior legibilidade nas demonstrações financeiras também apresentam maiores custos de agência.

Já Souza e Silva (2020), verificaram se companhias abertas brasileiras manipulavam informações qualitativas mediante gerenciamento de tons. Os autores concluíram que existe uma relação negativa e significativa entre o gerenciamento contábil e a tonalidade positiva dos relatórios, em outras palavras, empresas que possuíam um maior teor narrativo positivo em seus relatórios, gerenciavam menos resultados.

### 2.3 TONS DE DISCLOSURE NARRATIVO E AS CARACTERÍSTICAS DOS CEOS

Por meio de diversos tipos de comunicados à imprensa, como por exemplo os releases de resultado, os gestores corporativos têm a oportunidade de desenhar a narrativa de suas divulgações financeiras (Marquez-Illescas et al., 2019). Segundo os autores, diversos estudos mostram que o tom textual influencia significativamente o retorno de ações, sugerindo que por meio da escolha de palavras, a gestão de topo pode impactar a reação do mercado.

Buchholz, Jaeschke e Lopatta (2018), por sua vez, analisaram as características dos CEOs relacionadas a um uso anormal de tons otimistas nos relatórios financeiros, levando em consideração o narcisismo e as escolhas contábeis. Para mensurar o viés narcisista dos gestores, os autores se utilizaram de um modelo que leva em consideração 15 indicadores, e para o tom otimista dos relatórios, se valeram de palavras que não faziam parte do desempenho das firmas, do risco e da complexidade. Os resultados mostraram que o narcisismo dos gestores está positivamente relacionado ao tom otimista anormal nos relatórios 10-K, e que quando esse tom é presente, o nível de narcisismo dos gestores é positivamente relacionado às ofertas sazonais de ações e maiores investimentos futuros em pesquisa e desenvolvimento.

Já DeBoskey et al. (2019), construíram um modelo para determinar o tom dos anúncios de lucros a fim de se examinar o impacto do CEO power no tom desse relatório. Dessa forma, o tom foi mensurado como uma relação entre a proporção de palavras positivas e negativas nos anúncios e o CEO power mensurado em duas dimensões: a primeira pelo poder de expertise (mandato dos gestores), e a segunda, pelo poder estrutural (dualidade CEO/*Chairman*). Utilizando a independência do conselho de administração, frequência de reuniões e o comparecimento às reuniões, os autores utilizaram esses dados como métrica para medir a eficácia da supervisão do conselho. Os achados mostraram que o tom dos anúncios de lucros está positivamente relacionado com o mandato e a dualidade do CEO, sendo que o efeito de posse é enfraquecido quando há uma maior supervisão do conselho, enquanto a dualidade não é afetada por esse aspecto.

Bassyouny et al. (2020), investigaram os fatores determinantes da narrativa dos relatórios financeiros no contexto do Reino Unido, onde os gestores possuem uma maior flexibilidade para traçar narrativas com as partes interessadas. Assim, utilizando de análise textual computadorizada, os autores encontraram evidências de que as características observáveis (idade, gênero e expertise financeira) e não observáveis (narcisismo) dos CEOs são as responsáveis pelo tom positivo nos relatórios, para a realidade do Reino Unido, sendo moderados por atributos de governança corporativa (a independência do conselho de administração, por exemplo).

O ponto chave dessa pesquisa em relação às demais é a discussão de diferentes características dos CEOs e a investigação não só de como essas características podem afetar o nível de disclosure narrativo, mas também o efeito moderador dos mecanismos de governança corporativa nessa relação (Bassyouny et al., 2020).

Seguindo essa linha de pensamento e no intuito de trazer evidências para o contexto brasileiro, a oportunidade de se utilizar uma métrica que seja fiel à realidade do país e que já foi validada, além de se analisar um relatório que ainda está sendo explorado, esta pesquisa se faz presente na forma de auxiliar as partes interessadas e a literatura no entendimento e nas evidências que pode trazer sobre os determinantes do tom de disclosure narrativo dos releases de resultado das empresas de capital aberto no Brasil.

### 3 METODOLOGIA

O propósito desta pesquisa é avaliar os determinantes do tom do *disclosure* narrativo contido nos *press releases* das empresas de capital aberto no Brasil sob a perspectiva das características dos seus respectivos CEOs. Esta seção aborda os métodos e métricas utilizados a fim de responder o problema de pesquisa proposto.

#### 3.1 AMOSTRA E COLETA DE DADOS

O universo da pesquisa é composto pelas empresas de capital aberto no Brasil, sendo a amostra analisada, representada pelas entidades que compõem o Índice Brasil Amplo (IBrA), exceto as entidades de caráter financeiro. As empresas financeiras não fizeram parte da análise do estudo por possuírem características e normas próprias, diferentes das demais, o que poderia enviesar a análise dos resultados da pesquisa. Cabe salientar, que por mais que haja atualização quadrimestral no índice, decidiu-se trabalhar apenas com a composição relativa ao último quadrimestre do ano mais recente com dados disponíveis para esta época, ou seja, dezembro de 2020.

A justificativa para a utilização dos dados das empresas dessa composição feita pela Brasil, Bolsa, Balcão ([B]<sup>3</sup>) se dá pelo atendimento aos critérios mínimos de liquidez e negociação, oferecendo uma visão ampla do mercado acionário além da variedade de companhias com características distintas, conforme afirmam Araújo Júnior, Medeiros, Caldas e Silva (2019).

Dessa forma, as informações necessárias para se realizar o estudo proposto foram coletadas em diversas fontes, durante o período que compreende os anos de 2011 a 2020. Cabe salientar que a obrigatoriedade da convergência para as normas internacionais de contabilidade ocorreu no Brasil a partir do ano de 2010, porém, a formação do índice IBrA teve início em meados do ano de 2011 e dessa forma, a coleta dos dados foi realizada observando-se esses dois aspectos, sendo finalizadas até o último período financeiro do qual se tem informações disponíveis, ou seja, 2020.

Os dados financeiros e contábeis foram coletados a partir da base de dados *Thomson Reuters e Economatica* e as informações necessárias para a análise do tom das divulgações (*press-releases*) a partir dos sites de relacionamento com investidores (RI) das empresas, manualmente, durante os trimestres dos anos a serem analisados. Além disso, os dados que fizeram parte da composição das características dos CEOs dessas empresas foram coletados a



partir dos Formulários de Referência presentes no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Na data da coleta dos dados, o índice IBrA era composto por 178 empresas de capital aberto com informações variáveis ao longo do tempo. A amostra inicial contava com 7.120 observações (trimestres de 2011 a 2020). Após se proceder com os ajustes necessários para uma análise dos dados mais acurada (ao todo, foram obtidos 4.778 relatórios de resultado e 1.508 observações sobre as características não-observáveis dos CEOs), foi utilizado o critério de exclusão de informações faltantes para todo o período em que não houvesse informação de uma das variáveis no trimestre. A composição da amostra final é evidenciada na Tabela 1.

**Tabela 1 – Composição da Amostra da Pesquisa**

Critérios de Exclusão	Quantidade de Observações	Total de Empresas
Amostra Inicial	7.120	178
Empresas Financeiras	(1.200)	(30)
Dados <i>Missing</i> *	(4.167)	(86)
Amostra Final	1.303	62

Nota: \* Grande parte dos dados missing se deve à falta de informações disponíveis para se calcular o índice de narcisismo dos CEOs. Da mesma forma, o quantitativo de empresas apresentado se refere à quantidade de empresas totalmente descartadas da amostra.

Fonte: Dados da pesquisa (2022).

## 3.2 MENSURAÇÃO DAS VARIÁVEIS

### 3.2.1 O Tom Contido nos *Press-Releases*

A fim de se construir um índice que represente o tom da divulgação contida nos relatórios divulgados pelas empresas, foi utilizado o *software R*<sup>®</sup>, a partir do dicionário elaborado por Silva (2017), que foi desenhado com o objetivo de propor uma métrica para capturar o sentimento textual e sua influência no comportamento de oscilação dos preços no mercado brasileiro.

Com o objetivo de identificar os fatores que direcionam o tom das divulgações a partir das características dos CEOs das empresas de capital aberto no Brasil, foi feita uma análise textual computadorizada usando a metodologia *bag-of-words*, semelhantemente feita por Silva (2017), onde os textos são transformados em vetores de palavras que ocorrem no relatório tendo seu peso estimado de acordo com a frequência em que aparecem. Em outras palavras, o objetivo dessa abordagem é mensurar a frequência de palavras em determinado documento baseada em alguma lista de palavras que representam o fenômeno a ser observado dividida pelo total de palavras contidas no documento (Henry & Leone, 2016).

Na literatura internacional, existem quatro listas de palavras, ou dicionários, amplamente utilizados para se analisar textos e documentos relacionados às finanças (Bassyouny et al., 2020), sendo eles o Harvard GI, Diction, Henry (2008) e Loughran e McDonald (2011). Todavia, estes dicionários estão em inglês, e apenas traduzi-los para o português não traria confiança aos resultados, portanto, a escolha pelo dicionário de Silva (2017) se justifica por ter sido elaborada para o contexto brasileiro.

O processo de validação desse dicionário se deu em três etapas, envolvendo consultas à dicionários de língua portuguesa (a saber, Priberam dicionário (Priberam, 2017), dicionário Michaelis (Michaelis, 2017) e o dicionário etimológico da língua portuguesa (Cunha, 2010), comparação com a lista de termos positivos e negativos para a língua portuguesa de Aguiar (2012) e por fim, uma validação por um especialista, a fim de se estruturar uma lista com termos financeiros aplicáveis ao contexto brasileiro. A composição do dicionário é formada, então, por 1.453 palavras de cunho positivo e 3.152 palavras de cunho (lista de termos) negativo.

Quanto ao processo de mensuração do sentimento textual nos *press-releases* a serem analisados foram feitas alterações para que se pudesse proceder com sua leitura automatizada via software. Semelhante a Silva (2017), foram eliminadas acentuações (a saber, “!”, “?”, “^”, e “~”), caracteres especiais (“&” e “\*”), caracteres lógico-matemáticos (“=”, “+”, “-”, “/”, “”), “<” e “>”) e demais caracteres ligados à linguagem de programação (“\”, “@”, “{”, “[”, e “\_”), a fim de se evitar problemas na formulação do algoritmo utilizado para se fazer a estimação do sentimento textual dos relatórios utilizados. Cabe salientar que vieses também podem ocorrer no processo de leitura dos relatórios, já que advérbios de negatividade também podem interferir no sentido de palavras essencialmente de sentido positivo, com isso, a programação utilizada tratou desse aspecto a fim de que a leitura ocorresse de forma limpa e precisa.

Dessa forma, a estimação do sentimento textual dos releases de resultado foi definida conforme a Equação 1:

$$Pos_{Tom_{i,t}} = \frac{\sum \text{Palavras positivas no documento}}{\sum \text{Total de palavras contidas no documento}}$$

Equação 1.

Além da estimação do sentimento textual dada pela Equação 1 acima, também decidiu-se verificar a robustez dos resultados por meio de uma *proxy* para o sentimento textual positivo dos *press releases*, que seria resultado de uma modificação da relação original, controlada pelo quantitativo de palavras negativas no documento. Nesse caso, o sentimento textual líquido dos

relatórios se daria pela relação entre o total de palavras positivas menos as palavras negativas, dividido pelo total de palavras nos documentos, como mostra a Equação 2:

$$Liq_{Tom_{i,t}} = \frac{\sum(Palavras\ positivas - Palavras\ negativas)}{\sum Total\ de\ palavras\ contidas\ no\ documento}$$

Equação 2.

### 3.2.2 As Características dos CEOs

Foram coletadas dos Formulários de Referência das empresas da amostra, informações sobre a idade, o gênero e a expertise financeira dos CEOs, conforme o trabalho de Bassyouny et al., (2020), além da utilização de uma métrica para captar o narcisismo relacionado a eles. As informações contidas nas seções “12 – Assembleia e Administração”, itens “12.5/6” e “12.7/8” serviram de base para coleta da idade e do gênero dos CEOs, enquanto para definir a expertise financeira dos CEOs, foi utilizada uma variável *dummy*, que assumiu valor 1 quando o CEO apresentou experiência em banco ou companhia de investimento, numa firma de auditoria ou experiência em algum outro cargo financeiro, e valor 0 quando o contrário.

Gounopoulos e Pham (2018), dizem que CEOs especialistas em finanças, como os que têm experiência em empresas bancárias ou firmas de investimento, grandes empresas de auditoria ou fundações relacionadas a finanças são menos propensos a se envolver em gerenciamento de resultados por *accruals* ou atividades reais. Custódio e Metzger (2014) ainda argumentam que a experiência financeira anterior proporciona aos CEOs que possuem especialização em finanças técnicas e compreensão mais consistentes dos conceitos e estruturas contábeis e financeiras, que os auxiliam a tomar decisões contábeis adequadas.

Já em relação ao narcisismo, Buchholz et al. (2018), afirmam que mensurar personalidades é desafiador, pois não é tão fácil se observar quanto a posição financeira, raízes socioeconômicas, educação ou idade de um indivíduo. Todavia, ao invés de medições autorrelatadas, o uso de dados que estão em algum registro oferece a vantagem de que a compilação dessas informações pode ser feita independentemente do tempo disponível, da vontade e da autopercepção dos diretores executivos (Buchholz et al., 2018).

Em pesquisas nas áreas das ciências sociais, liderança e psicologia que tratam do narcisismo comumente se utiliza o *Narcissistic Personality Inventory* (NPI) desenvolvido por Raskin e Terry (1988) para mensuração dessa variável (Bassyouny et al., 2020). Esse índice contém 40 pares de declarações, das quais os CEOs devem escolher uma para então medir seu

nível de narcisismo, medindo quatro dimensões: exploração e direitos, liderança e autoridade, superioridade e arrogância, e por fim, autoabsorção e autoadmiração. Todavia, como ainda existem argumentos que reforçam a probabilidade de tendenciosidade na construção desse índice pelo fato de os próprios CEOs fazerem essa medição, foram criadas outras medidas para tentar capturar esse aspecto cognitivo (Bassyouny et al., 2020; Cycyota & Harrison, 2006).

Dessa forma, a métrica utilizada nesse estudo para tentar captar o nível de narcisismo dos CEOs foi a mesma adotada por pesquisas como as de Bassyouny et al. (2020), Alli, Nicolaidis e Craig (2018), Capalbo, Frino, Lim, Mollica e Palumbo (2017) e Li (2011). O índice para captar o narcisismo foi construído pela relação entre o somatório dos pronomes pessoais possessivos em primeira pessoa do singular e o somatório desses pronomes mais aqueles que pertencem à primeira pessoa no plural, conforme a Equação 3, adaptada ao contexto brasileiro:

$$Nar_{CEO_{i,t}} = \frac{\sum(eu, me, mim, comigo, meu, meus, minhas)}{\sum(eu, me, mim, comigo, meu, minha, minhas, nós, nos, nosso, nossos, nossa, nossas, conosco)}$$

Equação 3.

A fim de se obter esses números, foram utilizadas as transcrições das apresentações de resultados das empresas, principalmente quando ocorre a sessão de perguntas e respostas (Capalbo et al., 2017; Garcia, 2021), obtidas por meio de seus *sites* de relações com investidores e processadas por meio de programação, conforme o índice de sentimento das palavras em tons negativos e positivos. Quando não disponível, os áudios e/ou vídeos das apresentações foram transcritos via software e a contagem dos pronomes nos discursos dos executivos a fim de se calcular a variável proposta foi processada pelo programa *Iramuteq* (Garcia, 2021).

### 3.3 PROCEDIMENTOS ECONOMETRÍCOS

Dessa forma, foram estruturadas duas equações principais, com o intuito de estimar o tom das divulgações em relação às características observáveis e não-observáveis dos CEOs. Para isso, após os testes de pressupostos necessários, foram estimadas regressões por mínimos quadrados ordinários, conforme Bassyouny et al. (2020). Todavia, estimadas observando-se o contexto brasileiro, devido fato de as regressões do estudo original terem sido desenvolvidas para o contexto do Reino Unido.

A primeira regressão tem o intuito de investigar os fatores observáveis dos CEOs que podem influenciar no tom de divulgação dos releases de resultado, como se mostra na Equação 4:

$$\begin{aligned}
 Pos_{Tom_{i,t}} = & \alpha + \beta_1 Id_{CEO_{i,t}} + \beta_2 Gen_{CEO_{i,t}} + \beta_3 ExpFin_{CEO_{i,t}} + \beta_4 CAud_{IND_{i,t}} \\
 & + \beta_5 CAud_{GEN_{i,t}} + \beta_6 CAcm_{IND_{i,t}} + \beta_7 CAcm_{GEN_{i,t}} + \beta_8 Dual_{CEO_{i,t}} \\
 & + \beta_9 Fund_{CEO_{i,t}} + \beta_{10} Mandt_{CEO_{i,t}} + \beta_{11} Tam_{CAcm_{i,t}} + \beta_{12} Controles_{i,t}
 \end{aligned}$$

Equação 4.

Onde:

$Pos_{Tom_{i,t}}$  = Tom positivo do release de resultados da empresa i, no ano t – representado pelo total de palavras positivas pelo total de palavras no documento;

$Id_{CEO_{i,t}}$  = Idade do CEO da empresa i, no ano t;

$Gen_{CEO_{i,t}}$  = Gênero do CEO da empresa i, no ano t – mensurado como variável dummy, assumindo valor 1, caso seja feminino e 0, caso seja masculino;

$ExpFin_{CEO_{i,t}}$  = Expertise financeira do CEO da empresa i, no ano t – mensurada como variável dummy, assumindo valor 1 caso o CEO possua experiência financeira em entidades bancárias, companhias de investimento, em alguma grande firma de auditoria ou tenha desempenhado qualquer papel no ramo financeiro, e 0, caso contrário;

$CAud_{IND_{i,t}}$  = Independência do Comitê de Auditoria da empresa i, no ano t – mensurada pela porcentagem de membros independentes pertencentes ao comitê;

$CAud_{GEN_{i,t}}$  = Diversidade de Gênero no Comitê de Auditoria da empresa i, no ano t – mensurada pelo percentual de mulheres pertencentes ao comitê;

$CAcm_{IND_{i,t}}$  = Independência do Conselho de Administração da empresa i, no ano t – mensurada pela porcentagem de membros independentes pertencentes ao conselho;

$CAcm_{GEN_{i,t}}$  = Diversidade de Gênero no Conselho de Administração da empresa i, no ano t – mensurada pela porcentagem de mulheres pertencentes ao conselho;

$Dual_{CEO_{i,t}}$  = Dualidade do CEO da empresa i, no ano t – mensurada como variável dummy, assumindo valor 1, quando o CEO também é o Chairman, e 0, caso contrário;

$Fund_{CEO_{i,t}}$  = CEO Fundador da empresa i, no ano t – mensurada como variável dummy, assumindo valor 1, caso o CEO seja o fundador da empresa, e 0, caso contrário;

$Mandt_{CEO_{i,t}}$  = Tempo de mandato do CEO da empresa i, no ano t;

$Tam_{CAcm_{i,t}}$  = Tamanho do conselho de administração da empresa i, no ano t;

$Controles_{i,t}$  = Variáveis de Controle da empresa i, no ano t – sendo formadas pelas variáveis Tamanho (logaritmo natural do total de ativos no ano fiscal da empresa i); Crescimento de Vendas (mudança de vendas relativas ao ano fiscal anterior da empresa i); Alavancagem (total de passivos dividido pelo total de ativos) e Rentabilidade (retorno sobre o patrimônio líquido, relação entre o lucro líquido e o patrimônio líquido da empresa i, no ano t).

O comitê de auditoria possui um importante papel no conselho e monitoramento do progresso do reporte financeiro das empresas, conforme afirmam Zalata, Tauringana e Tingbani (2018), que investigaram como a expertise financeira afeta o gerenciamento de resultados levando em consideração o gênero do especialista financeiro. Os autores encontraram em sua

pesquisa que há uma redução do gerenciamento de resultados em comitês de auditoria dirigidos por mulheres com expertise financeira.

Mangena e Pike (2005) encontraram uma associação positiva entre as características do comitê de auditoria, como a expertise financeira e a independência, com o nível de disclosure em relatórios interinos, tendo a independência maior eficiência nesse processo, os autores investigaram o efeito de recomendações de melhoria do papel do comitê de auditoria na execução de suas funções de supervisão de relatórios financeiros. No Brasil, Schlup, Soschinski, Cunha e Silva (2020), evidenciam que empresas que possuem comitê de auditoria com características como independência e expertise estão relacionadas com a minimização da assimetria informacional.

Já a independência do conselho de administração exerce um importante indicador de eficiência de governança corporativa, além de ser amplamente usado para examinar a eficiência dos mecanismos de governança corporativa (Iatridis, 2016). Silva e Cunha (2019) apontam que a independência do conselho de administração nas empresas de capital aberto no Brasil, bem como do tamanho do conselho, tamanho da empresa e rentabilidade, contribuem para a diminuição da assimetria informacional entre executivos e investidores.

Quanto à diversidade de gênero no conselho de administração, Nisiyama e Nakamura (2018), afirmam que a diversidade de gênero propicia um melhor monitoramento por parte do conselho em relação aos administradores e está relacionada positivamente com o endividamento da empresa. Além disso, estudos apontam evidências sobre a utilidade de se ter uma alta porcentagem de mulheres no conselho de administração, a exemplo do trabalho de Brammer, Millington e Pavelin (2009), que dizem que as mulheres no conselho afetam a eficácia da empresa e melhoram sua reputação, além de ter um efeito positivo e significativo no desempenho da empresa e na governança corporativa.

Assim, para tentar captar os efeitos da característica não-observável dos CEOs, o narcisismo, se propõe o segundo modelo de regressão múltipla, dado pela Equação 5. Espera-se que as relações entre as variáveis sejam positivas, a fim de que se confirmem as relações presentes na literatura anteriormente citada.

$$\begin{aligned}
 Pos_{Tom_{i,t}} = & \alpha + \beta_1 Nar_{CEO_{i,t}} + \beta_2 Id_{CEO_{i,t}} + \beta_3 Gen_{CEO_{i,t}} + \beta_4 ExpFin_{CEO_{i,t}} \\
 & + \beta_5 CAud_{IND_{i,t}} + \beta_6 CAud_{GEN_{i,t}} + \beta_7 CAdm_{IND_{i,t}} + \beta_8 CAdm_{GEN_{i,t}} \\
 & + \beta_9 Dual_{CEO_{i,t}} + \beta_{10} Fund_{CEO_{i,t}} + \beta_{11} Mandt_{CEO_{i,t}} + \beta_{12} Tam_{CAdm_{i,t}} \\
 & + \beta_{13} Controles_{i,t}
 \end{aligned}$$

Equação 5.

Onde:

$Pos_{Tom_{i,t}}$  = Tom positivo do release de resultados da empresa i, no ano t – representado pelo total de palavras positivas pelo total de palavras no documento;

$Nar_{CEO_{i,t}}$  = Nível de narcisismo do CEO da empresa i, no ano t – mensurado pela relação entre o somatório dos pronomes pessoais possessivos em primeira pessoa no singular e o somatório destes pronomes mais os pronomes pessoais possessivos em primeira pessoa no plural;

$Id_{CEO_{i,t}}$  = Idade do CEO da empresa i, no ano t;

$Gen_{CEO_{i,t}}$  = Gênero do CEO da empresa i, no ano t – mensurado como variável dummy, assumindo valor 1, caso seja feminino e 0, caso seja masculino;

$ExpFin_{CEO_{i,t}}$  = Expertise financeira do CEO da empresa i, no ano t – mensurada como variável dummy, assumindo valor 1 caso o CEO possua experiência financeira em entidades bancárias, companhias de investimento, em alguma grande firma de auditoria ou tenha desempenhado qualquer papel no ramo financeiro, e 0, caso contrário;

$CAud_{IND_{i,t}}$  = Independência do Comitê de Auditoria da empresa i, no ano t – mensurada pela porcentagem de membros independentes pertencentes ao comitê;

$CAud_{GEN_{i,t}}$  = Diversidade de Gênero no Comitê de Auditoria da empresa i, no ano t – mensurada pelo percentual de mulheres pertencentes ao comitê;

$CAdm_{IND_{i,t}}$  = Independência do Conselho de Administração da empresa i, no ano t – mensurada pela porcentagem de membros independentes pertencentes ao conselho;

$CAdm_{GEN_{i,t}}$  = Diversidade de Gênero no Conselho de Administração da empresa i, no ano t – mensurada pela porcentagem de mulheres pertencentes ao conselho;

$Dual_{CEO_{i,t}}$  = Dualidade do CEO da empresa i, no ano t – mensurada como variável dummy, assumindo valor 1, quando o CEO também é o Chairman, e 0, caso contrário;

$Fund_{CEO_{i,t}}$  = CEO Fundador da empresa i, no ano t – mensurada como variável dummy, assumindo valor 1, caso o CEO seja o fundador da empresa, e 0, caso contrário;

$Mandt_{CEO_{i,t}}$  = Tempo de mandato do CEO da empresa i, no ano t;

$Tam_{CAadm_{i,t}}$  = Tamanho do conselho de administração da empresa i, no ano t;

$Controles_{i,t}$  = Variáveis de Controle da empresa i, no ano t – sendo formadas pelas variáveis Tamanho (logaritmo natural do total de ativos no ano fiscal da empresa i); Crescimento de Vendas (mudança de vendas relativas ao ano fiscal anterior da empresa i); Alavancagem (total de passivos dividido pelo total de ativos) e Rentabilidade (retorno sobre o patrimônio líquido, relação entre o lucro líquido e o patrimônio líquido da empresa i, no ano t).

Não obstante os resultados que se esperam dessas estimações, um terceiro e quarto modelos foram estimados a fim de se testar o comportamento de interações entre as variáveis e analisar se proxies de governança corporativa e o efeito moderador da quantidade de mulheres no conselho de administração explicam o tom positivo contido nos relatórios de resultado das empresas da amostra, podemos visualizar as interações nas Equações 6 e 7:

$$\begin{aligned}
 Pos_{Tom_{i,t}} = & \alpha + \beta_1 Nar_{CEO_{i,t}} + \beta_2 Nar_{CEO_{i,t}} * CAdm_{IND_{i,t}} + \beta_3 Id_{CEO_{i,t}} + \beta_4 Gen_{CEO_{i,t}} \\
 & + \beta_5 ExpFin_{CEO_{i,t}} + \beta_6 CAud_{IND_{i,t}} + \beta_7 CAud_{GEN_{i,t}} + \beta_8 CAdm_{IND_{i,t}} \\
 & + \beta_9 CAdm_{GEN_{i,t}} + \beta_{10} Dual_{CEO_{i,t}} + \beta_{11} Fund_{CEO_{i,t}} + \beta_{12} Mandt_{CEO_{i,t}} \\
 & + \beta_{13} Tam_{CAadm_{i,t}} + \beta_{14} Controles_{i,t}
 \end{aligned}$$

Equação 6.

$$\begin{aligned}
Pos_{Tom_{i,t}} = & \alpha + \beta_1 Id_{CEO_{i,t}} + \beta_2 Gen_{CEO_{i,t}} + \beta_3 Gen_{CEO_{i,t}} * CA_{Adm}_{GEN_{i,t}} \\
& + \beta_4 ExpFin_{CEO_{i,t}} + \beta_5 CA_{Aud}_{IND_{i,t}} + \beta_6 CA_{Aud}_{GEN_{i,t}} + \beta_7 CA_{Adm}_{IND_{i,t}} \\
& + \beta_8 CA_{Adm}_{GEN_{i,t}} + \beta_9 Dual_{CEO_{i,t}} + \beta_{10} Fund_{CEO_{i,t}} + \beta_{11} Mandt_{CEO_{i,t}} \\
& + \beta_{12} Tam_{CA_{Adm}_{i,t}} + \beta_{13} Controles_{i,t}
\end{aligned}$$

Equação 7.

De acordo com Melloni, Stacchezzini e Lai (2016), membros independentes do conselho de administração oferecem maior eficiência na hora da tomada de decisão por parte dos demais membros do conselho, pois são mais propensos a dar opiniões aos demais conselheiros sem quaisquer conflitos de interesse (Fama & Jensen, 1983). Além disso, Osma e Guillamón-Saorín (2011), afirmam que uma forte governança (no caso deste estudo, bem como no de Bassyouny (2020), mensurada pela proxy  $CA_{Adm}_{IND}$ ) limita o gerenciamento de impressões, reduzindo efetivamente as divulgações de autoatendimento (em benefício próprio) pela administração.

Já em relação ao efeito moderador da diversidade de gênero no conselho de administração, isto é, a percentagem de mulheres que compõem o conselho, a literatura diz que um número maior de mulheres no conselho de administração desempenha um importante papel na nomeação de uma líder feminina na empresa, pois isso pode reduzir o efeito da discrepância existente entre líderes do sexo masculino e feminino (Wang & Kelan, 2013).

De fato, García-Sánchez, Suárez-Fernández e Martínez-Ferrero (2019), evidenciaram que conselhos com maior representatividade feminina diminuem o risco de estratégias de gerenciamento de impressão, as diretoras estão positivamente associadas à divulgação de informações mais equilibradas, comparáveis e confiáveis, embora estejam, também, associadas a informações menos precisas e claras, dado seu caráter narrativo. Cabe salientar que esses efeitos foram maiores em países mais orientados aos *stakeholders*, já que o estudo dos autores se baseou em uma amostra internacional.



## 4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta seção são descritos e analisados todos os procedimentos realizados após a estimação dos modelos propostos para se chegar à(s) conclusão(ões) do(s) objetivo(s) da pesquisa, como as estatísticas descritivas dos dados, a matriz de correlação entre as variáveis usadas e os resultados dos modelos de regressão propostos e de robustez.

### 4.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

Nesta subseção são apresentados os resultados das estatísticas descritivas dos dados analisados. A Tabela 2 mostra os valores das médias, desvios-padrão, valores de mínimo, mediana e máximo de todas as variáveis utilizadas nos modelos de regressão que serão apresentados na próxima subseção.

Como pode-se notar, a variável dependente do estudo,  $Pos_{Tom}$  apresentou uma média de 0,102, indicando que os *press releases* das empresas da amostra, considerando o cenário brasileiro, possuem um tom positivo. Esse resultado está em linha com outros estudos sobre tons de divulgação (Marquez\_Illescas et al., 2019; Bassyouny et al., 2020) e não apresentou uma variação significativa em termos de relatórios mais ou menos otimistas em termos de narrativa, considerando os valores da mediana e do desvio-padrão para essa variável.

Quanto à variável que representa a característica inobservável da personalidade dos CEOs,  $Nar_{CEO}$ , observa-se que há um certo grau de narcisismo, positivo, entre os executivos da amostra. Cabe salientar, que o resultado apresentado indica apenas o nível de narcisismo capturado via apresentações de resultado coletadas, e que dentro dessas apresentações, aproximadamente 9,93% dos CEOs não apresentaram qualquer tipo de narcisismo capturado pela mensuração proposta, seja por não apresentação de sessão de perguntas e respostas ou pela não participação dos executivos dentro dos eventos.

Em se tratando das variáveis que representam as características observáveis dos CEOs, tem-se que a idade ( $Id_{CEO}$ ), o gênero ( $Gen_{CEO}$ ), a expertise financeira ( $ExpFin_{CEO}$ ) e o tempo de mandato ( $Mandt_{CEO}$ ), informam, em média, que, da amostra analisada, a idade dos executivos das empresas do IBrA gira em torno dos 52 anos, a maioria desses executivos é do sexo masculino (95,8%), 71,8% possui algum tipo de conhecimento na área financeira e em média eles ocupam o cargo de CEO por aproximadamente 5 anos. Já em outros aspectos, abarcados pela Teoria do Alto Escalão, do total de CEOs analisados, 4,8% acumulavam os

cargos de CEO e Presidente do Conselho de Administração ( $Dual_{CEO}$ ) e 13,5% além de serem os diretores executivos das empresas, também eram seus fundadores ( $Fund_{CEO}$ ).

**Tabela 2 – Estatísticas Descritivas das Variáveis**

Variável	Observações	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Mediana	Máximo
<i>PosTom</i>	1303	0.102	0.022	0.034	0.103	0.145
<i>LiqTom</i>	1303	0.045	0.026	-0.006	0.044	0.105
<i>CEONar</i>	1303	0.245	0.169	0	0.228	0.625
<i>TamCAdm</i>	1303	7.714	1.838	4	7	13
<i>CAdmIND</i>	1303	0.364	0.228	0	0.333	0.889
<i>CAdmGEN</i>	1303	0.087	0.111	0	0	0.429
<i>CAudIND</i>	1303	0.105	0.267	0	0	1
<i>CAudGEN</i>	1303	0.054	0.147	0	0	0.667
<i>DualCEO</i>	1303	0.048	0.215	0	0	1
<i>IdCEO</i>	1303	52.75	8.754	36	53	76
<i>GenCEO</i>	1303	0.042	0.201	0	0	1
<i>ExpFinCEO</i>	1303	0.718	0.450	0	1	1
<i>MandtCEO</i>	1303	4.826	3.691	1	4	18
<i>FundCEO</i>	1303	0.135	0.342	0	0	1
<i>Cres</i>	1303	0.308	0.662	-0.806	0.472	1.309
<i>Alav</i>	1303	0.577	0.233	0.113	0.576	1.426
<i>Rent</i>	1303	0.070	0.122	-0.317	0.0520	0.679
<i>Tam</i>	1303	15.690	1.562	11.570	15.390	20.260

Fonte: Dados da pesquisa (2022).

Das variáveis que representam a governança corporativa, o total de membros nos conselhos de administração das empresas girou em torno de quase 8 membros ( $Tam_{CAdm}$ ), dos quais 36,4% eram independentes ( $CAdm_{IND}$ ) e do total 8,7% eram mulheres ( $CAdm_{GEN}$ ). Em média, a composição dos comitês de auditoria das empresas da amostra foi de 3 membros, aproximadamente. Desses, 10,5% eram independentes ( $CAud_{IND}$ ) e apenas 5,4% eram do gênero feminino ( $CAud_{GEN}$ ), em relação ao quantitativo final da amostra.

Das variáveis de controle da amostra, *Cres*, *Alav*, *Rent* e *Tam* observam-se valores positivos para todas, só que com desvios-padrão dispersos, indicando uma variância maior entre os resultados apresentados, isso se justifica dada a diferença entre as atividades das empresas da amostra, por serem de diferentes setores e possuírem diferentes tipos de ramo de atividade (Brammer et al., 2009; Nisiyama & Nakamura, 2018).

#### 4.2 OS TONS DE DISCLOSURE NARRATIVO E AS CARACTERÍSTICAS OBSERVÁVEIS E NÃO OBSERVÁVEIS DOS CEOs

Descritas as variáveis e analisadas as correlações entre elas (ver Apêndice), a análise de regressão foi feita por meio de dados em painel desbalanceado por meio dos Mínimos Quadrados Ordinários (OLS). Os dados foram analisados durante o período 2011-2020, trimestralmente. Todavia, antes de se proceder com a análise de regressão propriamente dita, testes foram efetuados para validar os pressupostos desse método.

Primeiramente, foram observados os testes de robustez para a normalidade dos resíduos, após esse procedimento, foram vistos os resultados dos testes de omissão de variáveis, multicolinearidade e heterocedasticidade. Conforme resultados em todas os modelos de regressão estimados, não houve normalidade nos resíduos, de acordo com o teste Shapiro-Francia, dada a exclusão de empresas que não apresentaram dados suficientes para análise (p-valor de 0,00001 para todos os modelos).

Em relação ao teste de omissão de variáveis (Ramsey RESET), os modelos mostraram que não houve omissão de quaisquer variáveis (0,5257, para o primeiro modelo; 0,4792, para o segundo; e, 0,0078 e 0,6719, para os modelos 3 e 4, respectivamente). Quanto ao teste de multicolinearidade, os resultados dos cálculos de fator de inflação de variância (VIF) se mostraram, em média, abaixo de 2, indicando a não presença de autocorrelação entre as variáveis. Por fim, o teste de White para heterocedasticidade se mostrou afirmativo, portanto, os modelos foram estimados a partir da matriz de variância e covariância dos erros (p-valores de 0,9728, 0,7886, 0,8001 e 0,8676, para os Modelos 1, 2, 3 e 4, respectivamente).

A Tabela 3 apresenta os resultados para os dois primeiros modelos de regressão, que testam os determinantes do tom dado nos *press releases* das empresas de capital aberto no Brasil participantes do IBrA. O Modelo 1 buscou analisar os determinantes do tom de divulgação nos *press releases* considerando as características observáveis dos CEOs. Os resultados indicam que o tom dessas divulgações é afetado por quase todas as características inerentes aos executivos das empresas, bem como as de mecanismos de Governança Corporativa e características da firma, com um poder de explicação de 20,63% em relação às mudanças de tom positivo nos relatórios de resultado, valor um pouco maior do que encontrado por Bassyouny et al. (2020).

Diferentemente do estudo feito no contexto do Reino Unido, os resultados encontrados no contexto brasileiro mostram que, em relação às características dos executivos, há uma relação positiva e significativa associada ao tom positivo dos relatórios, indicando que quanto mais velho o executivo for, mais ele se mostrará propenso a emitir informações de caráter positivo sobre a empresa, o que vai no caminho contrário de resultados encontrados por outras pesquisas (Ashton & Lee, 2016; Bassyouny et al., 2020).

**Tabela 3 – Determinantes do Tom de Divulgação Narrativa**

Variáveis	Modelo 1	Modelo 2
<i>PosTom</i>		
<i>CEONar</i>		0.007*
<i>TamCAdm</i>	0.001	0.001
<i>CAadmIND</i>	-0.006**	-0.007**
<i>CAadmGEN</i>	0.033***	0.031***
<i>CAudIND</i>	-0.005**	-0.004**
<i>CAudGEN</i>	0.012***	0.013***
<i>DualCEO</i>	-0.011***	-0.010***
<i>IdCEO</i>	0.000***	0.000***
<i>GenCEO</i>	0.007**	0.007**
<i>ExpFinCEO</i>	0.003**	0.003*
<i>MandtCEO</i>	0.000	0.000*
<i>FundCEO</i>	0.005***	0.005***
<i>Cres</i>	0.001	0.001
<i>Alav</i>	-0.013***	-0.013***
<i>Rent</i>	0.004	0.003
<i>Tam</i>	-0.002***	-0.002***
<i>Const</i>	0.121***	0.122***
<b>Observações</b>	1303	1303
<b>VIF</b>	1,30	1,32
<b>R<sup>2</sup></b>	14,82%	15,03%

Notas: \*\*\* p < 0.01, \*\* p < 0.05, \* p < 0.10; erros-padrão robustos entre parêntesis.

Fonte: Dados da pesquisa (2022).

Em relação ao gênero do CEO, foi encontrada uma relação positiva e significativa com o tom positivo dos relatórios de resultado, o que vai no sentido contrário da literatura. Liu e Nguyen (2020) afirmam que mulheres estão associadas a um tom mais neutro no sentido de divulgação, todavia, Lewis (2000) diz que as mulheres têm uma avaliação menor em relação aos homens quando expressam raiva ou tristeza ao invés de nenhuma emoção, no sentido de que quando isso ocorre, ela pode ser julgada como alguém instável ou agressiva. Isso sugere que as mulheres podem adaptar seu tipo de linguagem para rebater estereótipos de gênero, as levando a adotar uma linguagem neutra.

Quanto à expertise financeira, o resultado exposto no Modelo 1 também se mostra contrário ao que está proposto na literatura, os achados de Gnouopoulos e Pham (2018) indicam que CEOs com maior expertise financeira seguem uma estratégia mais conservadora em seu comportamento. Todavia, esse resultado pode ser característica do contexto brasileiro, dado que Custódio e Metzger (2014) afirmam que os gestores com expertise financeira são mais hábeis em sua comunicação com os investidores porque entendem do que eles precisam.

No que se refere aos mecanismos de governança corporativa, em comparação aos achados de Bassyouny et al. (2020), a relação entre a independência do comitê de auditoria e o

tom positivo dos relatórios de resultado se mostrou negativa e significativa estatisticamente, indicando que quanto mais membros independentes dentro de um comitê, menor pode ser o tom positivo encontrado nos *press releases*. O mesmo resultado também se encontra na análise do sinal e da significância em relação à quantidade de membros independentes no conselho de administração.

As variáveis que tratam da percentagem de mulheres tanto no conselho de administração, quando no comitê de auditoria se mostraram positiva e significativamente relacionadas com o tom de divulgação narrativa. Apesar desse resultado ser contrário ao que preconiza a literatura sobre homens serem mais confiantes que as mulheres (Naseem et al., 2020), isso pode ser explicado pela baixa quantidade de mulheres fazendo parte desses conselhos, vimos na estatística descritiva que, no conselho de administração, apenas 8,7% dos membros são mulheres e esse número diminui quando se trata do comitê de auditoria – 5,4%.

A variável para dualidade de cargos por parte dos executivos se mostrou relacionada negativamente com o tom positivo dos *press releases*, o que pode corroborar com o fato de que quando existe a dualidade, geralmente as decisões, e, nesse caso, a adoção ou não de um tom mais otimista num relatório divulgado, tende a ser mais centralizada (Costa & Martins, 2019). Já a variável para CEO fundador se mostrou positivamente relacionada com a variável dependente, o que pode ser explicado também pelo percentual de membros fundadores que compõem a amostra, em relação ao estudo de Bassyouny et al. (2020), que contou com 224 empresas e 2437 observações, a média de CEOs fundadores era de 7,3%, enquanto neste estudo aplicado ao contexto brasileiro, o percentual foi de 13,5%.

Nas variáveis de controle, tanto a alavancagem quanto o tamanho da firma, apresentaram sinais negativos e estatisticamente significantes com a variável dependente do modelo. Em relação ao segundo modelo proposto, a inclusão da variável de narcisismo do CEO se mostrou significativa e positivamente relacionada com o tom positivo, indicando que CEOs narcisistas tendem a se beneficiar de um tom mais positivo em comparação a executivos sem esse traço de personalidade, em linha com Marques-Illescaz et al. (2019), esse tipo de CEO é mais propenso a superar seus pares e receber uma remuneração mais alta, o que vai de encontro à Teoria do Alto Escalão (Chatterjee & Hambrick, 2007).

#### 4.3 O EFEITO MODERADOR DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NOS DETERMINANTES DOS TONS DE DISCLOSURE NARRATIVO

A fim de verificar o efeito moderador da governança corporativa nos resultados do estudo, realizou-se a interação entre as variáveis de independência do conselho ( $CA_{IND}$ ) e narcisismo ( $Nar_{CEO}$ ), no Modelo 3, e a interação entre o gênero do CEO ( $Gen_{CEO}$ ) e o percentual de mulheres no conselho de administração ( $CA_{GEN}$ ), no Modelo 4. Os resultados podem ser visualizados na Tabela 4.

**Tabela 4 – Determinantes do Tom de Divulgação Narrativa Moderados Pela Governança Corporativa**

Variáveis <i>Postom</i>	Modelo 3	Modelo 4
<i>CEONar</i>	-0.015**	
<i>CEONar*CA<sub>IND</sub></i>	0.058***	
<i>GenCEO*CA<sub>GEN</sub></i>		0.081***
<i>TamCA<sub>adm</sub></i>	0.001*	0.001*
<i>CA<sub>IND</sub></i>	-0.022***	-0.005*
<i>CA<sub>GEN</sub></i>	0.031***	0.030***
<i>CA<sub>IND</sub></i>	-0.003	-0.005**
<i>CA<sub>GEN</sub></i>	0.014***	0.013***
<i>DualCEO</i>	-0.010***	-0.010***
<i>IdCEO</i>	0.000***	0.000***
<i>GenCEO</i>	0.009***	-0.010*
<i>ExpFinCEO</i>	0.002*	0.003**
<i>MandtCEO</i>	0.000	0.000
<i>FundCEO</i>	0.006***	0.005***
<i>Cres</i>	0.001	0.001
<i>Alav</i>	-0.012***	-0.014***
<i>Rent</i>	0.003	0.003
<i>Tam</i>	-0.003***	-0.002***
<i>Const</i>	0.127***	0.120***
<b>Observações</b>	1303	1303
<b>VIF</b>	2,02	1,93
<b>R<sup>2</sup></b>	15,89%	15,30%

Notas: \*\*\* p < 0.01, \*\* p < 0.05, \* p < 0.10.

Fonte: Dados da pesquisa (2022).

De acordo com os resultados, podemos observar que o efeito moderador da governança corporativa (medida pela proxy  $CA_{IND}$ ) sobre o narcisismo do CEO fez com o sinal da variável mudasse, mesmo que permanecesse associado significativamente ao tom positivo dos *press releases*, e a própria interação se mostrou positiva e significativamente associada à variável dependente. Embora não seja o resultado ideal – pois se a interação criada houvesse gerado um sinal negativo, significaria que quanto mais membros independentes no conselho, menor seria o efeito do CEO narcisista no tom positivo dos relatórios (Bassyouny et al., 2020) –, o acontecido deve se justificar devido a amostra analisada neste estudo e o contexto do ambiente brasileiro.

O mesmo ocorre com a interação das variáveis de gênero, como a literatura aponta que as mulheres tendem a ser mais neutras e menos otimistas quando fazem anúncios em conferências de divulgação de resultados (Lewis, 2000; Davis et al., 2014), era de se esperar que o sinal das variáveis mudasse de sentido, o que não aconteceu. A justificativa para essa relação pode continuar sendo a baixa representatividade de mulheres na amostra, além do contexto Brasil, se levarmos em consideração as particularidades do país em relação a outras federações (García-Sánchez et al., 2019).

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve por objetivo avaliar os determinantes do tom do disclosure narrativo contido nos *press releases* das empresas de capital aberto no Brasil sob a perspectiva das características dos seus respectivos CEOs, durante o período de 2011 a 2020, sendo a amostra composta pelas empresas participantes do Índice Brasil Amplo (IBrA). A ideia geral foi de que a Teoria do Alto Escalão explicaria o tom positivo contido nesses relatórios, com base em estudos anteriores (Hambrick & Mason, 1984; Bassyouny et al., 2020).

A estimação do sentimento textual dos *press releases* e a captura da característica narcisista dos executivos foram feitas via programação. O quantitativo de dados obtidos foi de 4778 relatórios de resultado durante o período e de 1508 observações dos executivos, por fim, a amostra final resultou em um quantitativo de 1303 observações, feitas as exclusões necessárias.

Os resultados apontaram relações significativas para a maioria das variáveis pesquisadas, mas algumas com sinal invertido. Mesmo que as variáveis  $Id_{CEO}$ ,  $Gen_{CEO}$ ,  $ExpFin_{CEO}$  não tenham apresentado associação negativa com a variável  $Pos_{Tom}$ , e que a presença de mulheres nos comitês de auditoria e nos conselhos de administração não tenham obtido o mesmo resultado, ainda assim, notamos que algumas características de Governança Corporativa ainda desempenham um papel importante na determinação do tom positivo dos relatórios das empresas, como se mostrou o comportamento das variáveis  $CA_{Adm}_{IND}$  e  $CA_{Aud}_{IND}$ .

Além disso, os resultados evidenciaram que CEOs narcisistas tendem a ser mais ousados e chamar a atenção, gerando grandes perdas ou grandes ganhos com suas atitudes, perante os executivos que não possuem esses traços, de acordo com Bassyouny (2020) e Chatterjee e Hambrick (2007).

A pesquisa traz, como contribuições à academia e aos potenciais usuários da informação contábil e sociedade em geral, a apresentação de evidências de que as características pessoais dos executivos de alto escalão têm associação com o tom dos relatórios de resultado divulgados. Observa-se que, todavia, os resultados aqui apresentados não devem ser tomados como absolutos, pois se restringe à amostra estudada.

Todavia, a pesquisa traz inovação ao se testar as relações de governança corporativa e características dos executivos com o tom das divulgações voluntárias por parte das empresas por meio de análise computadorizada e ambientada para o contexto brasileiro, quando se faz a



utilização de um dicionário produzido em língua portuguesa para se estimar o sentimento contido nos relatórios.

Apesar das limitações da pesquisa quanto à quantidade de dados para análise em sua amostra final, fica evidente que ainda assim, não se deve descartar a possibilidade de que as variáveis aqui tratadas sejam levadas em consideração em estudos futuros.

Sugere-se que se testem outras variáveis que possam influenciar o tom positivo das informações qualitativas divulgadas pelas empresas em outros relatórios, não só com os *press releases*. A utilização de um parâmetro nacional para a estimação do sentimento é de suma importância se para descobrir novas informações e entender os fenômenos que ocorrem no ambiente com mais precisão. Recomenda-se que se façam testes com outros modelos de regressão e novas interações entre as variáveis.

## REFERÊNCIAS

- Abrahamson, E., & Amir, E. (1996). The information content of the president's letter to shareholders. *Journal of Business Finance & Accounting*, 23(8), 1157-1182.
- Aguiar, M. O. (2012) *Sentiment analysis em relatórios da administração divulgados por firmas brasileiras*. [Dissertação de Mestrado em Administração de Empresas, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças].
- Alli, R., Nicolaidis, R., & Craig, R. (2018). Detecting advance fee fraud emails using self-referential pronouns: A preliminary analysis. *Accounting Forum*, 42(1), 78-85.
- Araújo Júnior, J. B. D., Medeiros, O. R. D., Caldas, O. V., & Silva, C. A. T. (2019). Misvaluation e viés comportamental no mercado de ações brasileiro. *Revista Contabilidade e Finanças*, 30(79), 107-122.
- Armenic, J. H., & Craig, R. J. (2010). Accounting as a facilitator of extreme narcissism. *Journal of Business Ethics*, 96(1), 79-93.
- Arslan-Ayaydin, Ö., Boudt, K., & Thewissen, J. (2016). Managers set the tone: Equity incentives and the tone of earnings press releases. *Journal of Banking & Finance*, 72, S132-S147.
- Ashton, M. C., & Lee, K. (2016). Age trends in HEXACO-PI-R self-reports. *Journal of Research in Personality*, 64, 102-111.
- Bassyouny, H., Abdelfattah, T., & Tao, L. (2020). Beyond narrative disclosure tone: The Upper echelons theory perspective. *International Review of Financial Analysis*, 70, 101499.
- Bertrand, M. & Schoar, A. (2003). Managing with style: The effect of managers on firm policies. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(4), 1169-1208.
- Bicudo de Castro, V., Gul, F., Muttakin, M., & Mihret, D. (2019). Optimistic tone and audit fees: Some Australian evidence. *International Journal of Auditing*, 23(2), 352-364.
- Blankespoor, E. (2018). Firm communication and investor response: A framework and discussion integrating social media. *Accounting, Organization and Society*, 68, 80-87.
- Bowen, R. M., Dutta, S., Tang, S., & Zhu, P. (2018). Inside the "black box" of private in-house meetings. *Review of Accounting Studies*, 23(2), 487-527.
- Brammer, S., Millington, A., & Pavelin, S. (2009). Corporate reputation and women on the board. *British Journal of Management*, 20(1), 17-29.
- Buchholz, F., Jaeschke, R., & Lopatta, K. (2018). The use of optimistic tone by narcissistic CEOs. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 31(2), 531-562.
- Capalbo, F., Frino, A., Lim, M. Y., Mollica, V., & Palumbo, R. (2017). The impact of CEO narcissism on earnings management. *ABACUS*, 54(2), 210-226.
- Carpenter, M. A., Geletkanycz, M. A., & Sanders, W. G. (2004). Upper echelons research revisited: Antecedents, elements, and consequences of top management team composition. *Journal of Management*, 30(6), 749-778.
- Chatterjee, A., & Hambrick, D. C. (2007). It's all about me: Narcissistic chief executive officers and their effects on company strategy and performance. *Administrative Science Quarterly*, 52(3), 351-386.

- Costa, Y. C. L., & Martins, O. S. (2019). CEO duality and corporate performance: Evidence in the Brazilian capital market. *Revista de Administração da UFES*, 12(3), 403-417.
- Cunha, A. G. *Dicionário etimológico da língua portuguesa*. 4ed. Rio de Janeiro: Lexikon, 2010.
- Custódio, C., & Metzger, D. (2014). Financial expert CEO's work experience and firm's financial policies. *Journal of Financial Economics*, 114(1), 125-154.
- Cycyota, C. S., & Harrison, D. A. (2006). What (not) to expect when surveying executives: a meta-analysis of top manager response rates and techniques over time. *Organizational Research Methods*, 9(2), 133-160.
- 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.
- Davis, A. K., Piger, J. M., & Sedor, L. M. (2012). Beyond the numbers: Measuring the information content of earnings press releases language. *Contemporary Accounting Research*, 29(3), 845-868.
- Davis, A. K., & Tama-Sweet, I. (2012). Managers' use of language across alternative disclosure outlets: Earnings press releases versus MD&A. *Contemporary Accounting Research*, 29(3), 804-837.
- DeBoskey, D. G., Luo, Y., & Zhou, L. (2019). CEO power, board oversight, and earnings announcement tone. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 52(2), 657-680.
- Demers, E., & Vega, C. (2011). Soft information in earnings announcements: News or noise? *Working paper*, INSEAD.
- Dye, R. A. (2001). An evaluation of "essays on disclosure" and the disclosure literature in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, v. 32, p. 181-235.
- Elshandidy, T., Fraser, I., & Hussainey, K. (2015). What drives mandatory and voluntary risk reporting variations across Germany, UK and US? *The British Accounting Review*, 47(4), 376-394.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency problem and residual claims. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 327-349.
- Feldman, R., Govindaraj, S., Livnat, J., & Segal, B. (2010). Management's tone change, post earnings announcement drift and accruals. *Review of Accounting Studies*, 15(4), 915-953.
- Feng, M., Ge, W., Luo, S., & Shevlin, T. (2011). Why do CFOs become involved in material accounting manipulations? *Journal of Accounting and Economics*, 51, 21-36.
- Fiske, S., & Taylor, S. (1991). *Social Cognition*. 2nd. New York, NY: McGraw-Hill.
- Garcia, I. A. S. (2021). *Performance financeira das firmas lideradas por CEOs narcisistas: Um antes e depois da cadeira do poder*. [Tese de Doutorado em Ciências Contábeis UFPB]
- García-Sánchez, I. M., Suárez-Fernández, O., & Martínez-Ferrero, J. (2019). Female directors and impression management in sustainability reporting. *International Business Review*, 28(2), 359-374.
- Gomes, M. C., Ferreira, R. R., & Martins, V. A. (2018). O impacto da OCPC07 sobre o tamanho e a legibilidade das notas explicativas de companhias brasileiras. *Revista Universo Contábil*, 14(2), 162-184.

- Gounopoulos, D., & Pham, H. (2018). Financial expert CEOs and earnings management around initial public offerings. *The International Journal of Accounting*, 53(2), 102-117.
- Habib, A., & Hasan, M. M. (2017). Managerial ability, investment efficiency and stock price crash risk. *Research in International Business and Finance*, 42, 262-274.
- Hambrick, D. C. (2007). Upper Echelons Theory: An update. *The Academy of Management Review*, 32(2), 334-343.
- Hambrick, D. C. & Finkelstein, S. (1987). Managerial discretion: A bridge between polar views of organizational outcomes. In L. L. Cummings and B. M. Staw (Eds.), *Research in Organizational Behavior* (pp. 369-406). Greenwich: JAI Press.
- Hambrick, D. C., Finkelstein, S., & Mooney, A. (2005). Executive job demands: New insights for explaining strategic decisions and leader behaviors. *Academy of Management Review*, 30(3), 472-491.
- Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9(2), 193-206.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 405-440.
- Henry, E. (2008). Are investors influenced by how earnings press releases are written? *Journal of Business Communication*, 45(4), 363-407.
- Henry, E., & Leone, A. J. (2016). Measuring qualitative information in capital markets research: Comparison of alternative methodologies to measure disclosure tone. *The Accounting Review*, 91(1), 153-178.
- Huang, X., Teoh, S. H., & Zhang, Y. (2014). Tone management. *The Accounting Review*, 89(3), 1083-1113.
- Iatridis, G. E. (2016). Financial reporting language in financial statements: Does pessimismo restrict the potential for managerial opportunism? *International Review of Financial Analysis*, 45, 1-17.
- Ibrahim, A. E. A., & Hussainey, K. (2019). Developing the narrative risk disclosure measurement. *International Review of Financial Analysis*, 64, 126-144.
- Inoue, P. S. (2021). Legibilidade e custos de agência em empresas do novo mercado de governança corporativa. [Dissertação de Mestrado em Curso de Ciências Contábeis UFRN]
- Jones, M. (2011). *Creative accounting, fraud and international accounting scandals*. John Wiley & Sons Ltd.
- Kiattikulwattana, P. (2019). Do letters to shareholders have information content? *Asian Review of Accounting*, 27(1), 137-159.
- Kos, S. R., Espejo, M. M. S. B., & Raifur, L. (2014). O Conteúdo Informacional do Relatório da Administração e o Desempenho das Empresas Brasileiras do Ibovespa. *Revista Universo Contábil*, v. 10, n. 2, p. 43-62.
- Lewis, K. M. (2000). When leaders display emotion: How followers respond to negative emotional expression of male and female leaders. *Journal of Organizational Behavior*, 21, 221-234.

- Li, F. (2010). The information content of forward-looking statements in corporate filings – A naïve Bayesian machine learning approach. *Journal of Accounting Research*, 48(5), 1049-1102.
- Li, F. (2011). Managers' self-serving attribution bias and corporate financial policies. (Disponível no SSRN 1639005).
- Lin, P., Lin, B., & Lei, F. (2020). Influence of CEO characteristics on accounting information disclosure quality – based on the mediating effect of capital structure. *Emerging Markets Finance and Trade*, 66(8), 1781-1803.
- Liu, P., & Nguyen, H. T. (2020). CEO characteristics and tone at the top inconsistency. *Journal of Economics and Business*, 108, 105887.
- Lo, K., Ramos, F., & Rogo, R. (2017). Earnings management and annual report redability. *Journal of Accounting and Economics*, 63(1), 1-25.
- Loughran, T., & McDonald, B. (2011). When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-Ks. *The Journal of Finance*, 66(1), 35-65.
- Loughran, T., & McDonald, B. (2016). Textual analysis in accounting and finance: A survey. *Journal of Accounting Research*, 54(4), 1187-1230.
- Lundholm, R., & Myers, L. A. (2002). Bringing the future forward: The effect of disclosure on the returns-earnings relation. *Journal of Accounting Research*, 40(3), 809-839.
- Luo, Y., & Zhou, L. (2020). Textual tone in corporate financial disclosures: a survey of the literature. *International Journal of Disclosure and Governance*, 17, 101-110.
- Machado, M. A. V., & Silva, M. D. O. P. (2017). Análise do Sentimento Textual dos Relatórios de Desempenho Trimestral das Indústrias Brasileiras. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 12(1), 6-25.
- Mangena, M., & Pike, R. (2005). The effect of audit committee shareholding, financial expertise and size on interim financial disclosures. *Accounting and Business Research*, 35(4), 327-349.
- Marquez-Illescas, G., Zebedee, A. A., & Zhou, L. (2019). Hear me write: Does CEO narcissism affect disclosure? *Journal of Business Ethics*, 159, 401-417.
- Melloni, G., Stacchezzini, R., & Lai, A. (2016). The tone of business model disclosure: An impression management analysis of the integrated reports. *Journal of Management & Governance*, 20(2), 295-320.
- Mendes, M. S. (2021). *A influência do grau de legibilidade e do gerenciamento de resultados no mispricing de ativos brasileiros*. [Dissertação de Mestrado em Ciências Contábeis, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba].
- Merkel-Davies, D. M., Brennan, N. M. & McLeay, S. J. (2011). Impression management and retrospective sense-making in corporate narratives. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 24(3), 315-344.
- Merkley, K. J. (2014). Narrative disclosure and earnings performance: Evidence from R&D disclosures. *The Accounting Review*, 89(2), 725-757.
- Michaelis. *Dicionário Brasileiro da Língua Portuguesa on-line*. Disponível em: <http://michaelis.uol.com.br>. Acesso em maio 2021.

- Naseem, M. A., Lin, J., Rehman, R., Ahmad, M. I., & Ali, R. (2020). Does capital structure mediate the link between CEO characteristics and firm performance? *Management Decision*, 58(1), 164-181.
- Nisiyama, E. K., & Nakamura, W. T. (2018). Diversidade do conselho de administração e a estrutura de capital. *Revista de Administração de Empresas*, 58(6), 551-563.
- Olsen, K. J., Dworkis, K. K., & Young, S. M. (2014). CEO narcissism and accounting: A picture of profits. *Journal of Management Accounting Research*, 26(2), 243-267.
- Osma, B. G., & Guillamón-Saorín, E. (2011). Corporate governance and impression management in annual results press releases. *Accounting, Organizations and Society*, 36(4-5), 187-208.
- Pagliarussi, 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.
- Priberam. *Dicionário da Língua Portuguesa*. Disponível em: <https://www.priberam.pt>. Acesso em maio 2021.
- Plöckinger, M., Aschauer, E., Hiebl, M. R. W., & Rohatschek, R. (2016). The influence of individual executives on corporate financial reporting: A review and outlook from the perspective of Upper echelons theory. *Journal of Accounting Literature*, 37, 55-75.
- Raskin, R., & Terry, H. (1988). A principal-components analysis of the narcissistic personality inventory and further evidence of its construct validity. *Journal of Personality and Social Psychology*, 54(5), 890.
- Rogers, J. L., Van Buskirk, A., & Zechman, S. L. (2011). Disclosure tone and shareholder litigation. *The Accounting Review*, 86(6), 2155-2183.
- Schlup, D., Soschinski, C. K., Cunha, P. R., & Silva, A. (2020). Influência do comitê de auditoria e suas características na assimetria da informação em empresas brasileiras. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 39(1), 41-55.
- Serfling, M. (2012). CEO Age and the Riskiness of Corporate Policies. *Journal of Corporate Finance*, Forthcoming, Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2158973> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2158973>.
- Serra, F. R., Três, G., & Ferreira, M. P. (2016). The 'CEO' effect on the performance of brazilian companies: An empirical study using measurable characteristics. *European Management Review*, 13(3), 193-205.
- Sierra, J. C. V., Serra, F. A. R., Guerrazzi, L. A. C., & Costa, J. E. T. (2019). Revisão sistemática sobre a influência dos executivos no desempenho das empresas na perspectiva da teoria do alto escalão. *Future Studies Research Journal: Trends and Strategies*, 11(2), 216-240.
- Silva, M. D. D. O. P. (2018) *O efeito do sentimento das notícias sobre o comportamento dos preços no mercado acionário brasileiro*. [Tese de Doutorado em Ciências Contábeis UnB/UFPB/UFRN]
- Silva, A., & Cunha, P. R. (2019). Influência das características do conselho de administração na assimetria informacional de empresas. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 16(39), 24-43.
- Silva, C. A. T., & Fernandes, J. L. T. (2009). Legibilidade dos fatos relevantes no Brasil. *RAC – Eletrônica*, 3(1), 142-158.

- Silva, V. M., & Lucena, W. G. L. (2020). Gerenciamento de impressão e qualidade das informações contábeis: Análise das empresas listadas na B3. In: XIII SEMEAd Seminários em Administração, São Paulo.
- Silva, M. D. O. P., & Machado, M. A. V. (2019). Índice de sentimento textual: uma análise empírica do impacto das notícias sobre risco sistemático. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 16(40), 24-42.
- Smith, M., & Taffler, R. J. (2000). The chairman's statement – A content analysis of discretionary narrative disclosures. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 13(5), 624-647.
- Souza, P. V. S., & Silva, P. B. (2020). Gerenciamento de tons das divulgações voluntárias nos press releases das companhias abertas brasileiras. *Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 18(4), 39-51.
- Teixeira, J. E. V. (2020). A contribuição de Donald C. Hambrick para a teoria do alto escalão – Um estudo bibliométrico. *Revista Ibero-Americana de Estratégia*, 19(2), 143-165.
- Ting, I. W. K., Azizan, N. A. B., & Kweh, Q. L. (2015). Upper echelon theory revisited: The relationship between CEO personal characteristics and financial leverage decision. *Procedia: Social and Behavioral Sciences*, 195, 686-694.
- Telles, S. V. (2018). Legibilidade e Compreensibilidade das Notas Explicativas. [Tese de Doutorado em Ciências Contábeis USP]
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1981). The framing of decisions and the psychology of choice. *Science*, 211(4481), 453-458.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1986). Rational choice and the framing of decisions. *The Journal of Business*, 59(4), 251-278.
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on Disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32, p. 97-180.
- Wallis, W. J., Patel, P. C., & Lumpkin, G. T. (2013). In pursuit of greatness: CEO narcissism, entrepreneurial orientation, and firm performance variance. *Journal of Management Studies*, 50(6), 1041-1069.
- Wang, M., & Kelan, E. (2013). The gender quota and female leadership: Effects of the Norwegian gender quota on board chairs and CEOs. *Journal of Business Ethics*, 117(3), 449-466.
- Yan, B., Arslan-Ayaydin, Ö., Thewissen, J., & Torsin, W. Does managerial ability affect disclosure? Evidence from earnings press releases. *Asian Review of Accounting*, 29(2), 192-226.
- Zalata, A. M., Tauringana, V., & Tingbani, I. (2018). Audit committee financial expertise, gender, and earnings management: Does gender of the financial expert matter? *International Review of Financial Analysis*, 55, 170-183.

## APÊNDICE

### TESTES DE ROBUSTEZ

Novas estimações foram feitas com o intuito de confirmar os resultados antes obtidos, a tabela apresenta os modelos e os novos resultados obtidos.

<b>Testes de Robustez para os Determinantes dos Tons de Divulgação Positiva</b>				
Variáveis	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
<i>LiqTom</i>				
<i>CEONar</i>		0.010**	-0.011	
<i>CEONar*CAadmIND</i>			0.057***	
<i>GenCEO*CAadmGEN</i>				0.137***
<i>TamCAadm</i>	0.000	0.000	0.000	0.000
<i>CAadmIND</i>	-0.010***	-0.012***	-0.027***	-0.009***
<i>CAadmGEN</i>	0.031***	0.027***	0.028***	0.025***
<i>CAudIND</i>	-0.010***	-0.009***	-0.008***	-0.010***
<i>CAudGEN</i>	0.004	0.005	0.007*	0.005
<i>DualCEO</i>	-0.008***	-0.008***	-0.007***	-0.008***
<i>IdCEO</i>	0.000**	0.000**	0.000**	0.000
<i>GenCEO</i>	-0.005	-0.005	-0.004	-0.034***
<i>ExpFinCEO</i>	0.001	0.000	-0.000	0.001
<i>MandtCEO</i>	0.001***	0.001***	0.001***	0.001***
<i>FundCEO</i>	-0.005***	-0.005***	-0.005***	-0.005***
<i>Cres</i>	0.001	0.001	0.001	0.001
<i>Alav</i>	-0.024***	-0.023***	-0.022***	-0.026***
<i>Rent</i>	0.027***	0.026***	0.026***	0.027***
<i>Tam</i>	-0.003***	-0.003***	-0.003***	-0.003***
<i>Const</i>	0.090***	0.092***	0.096***	0.090***
<b>Observações</b>	1303	1303	1303	1303
<b>VIF</b>	1,30	1,32	2,02	1,93
<b>R<sup>2</sup></b>	18,09%	18,46%	19,09%	19,15%

Notas: \*\*\* p < 0.01, \*\* p < 0.05, \* p < 0.10.

Fonte: Dados da pesquisa (2022).



## MATRIZ DE CORRELAÇÃO DAS VARIÁVEIS

		Matriz de Correlação das Variáveis da Pesquisa								
Variáveis		(I)	(II)	(III)	(IV)	(V)	(VI)	(VII)	(VIII)	(IX)
(I)	<i>PosTom</i>	1								
(II)	<i>LiqTom</i>	0.7950***	1							
(III)	<i>CEONar</i>	0.0761**	0.0719**	1						
(IV)	<i>TamCadm</i>	-0.0103	-0.0395	0.1940***	1					
(V)	<i>CAdmIND</i>	-0.0629*	-0.1080***	0.0646*	-0.0478	1				
(VI)	<i>CAdmGEN</i>	0.1920***	0.1330***	0.2540***	0.1130***	0.0965***	1			
(VII)	<i>CAudIND</i>	-0.1090***	-0.1770***	-0.1440***	0.0041	0.4110***	-0.0244	1		
(VIII)	<i>CAudGEN</i>	0.1450***	0.0787**	-0.0524	0.0502	-0.0337	0.2160***	0.0797**	1	
(IX)	<i>DualCEO</i>	-0.0860**	-0.0796**	-0.0949***	-0.2200***	0.1010***	-0.0364	-0.0218	0.0792**	1
(X)	<i>IdCEO</i>	0.0781**	0.0310	-0.0960***	-0.1460***	0.0302	-0.0236	0.1480**	0.0369	0.0719**
(XI)	<i>GenCEO</i>	0.0776**	-0.0260	0.0553*	0.0161	-0.1180**	0.2500***	-0.0255	-0.0774**	-0.0473
(XII)	<i>ExpFinCEO</i>	0.0341	0.0031	0.1840***	0.0470	-0.0244	-0.0063	-0.0745**	0.1140***	-0.0732**
(XIII)	<i>MandtCEO</i>	0.0342	0.0548*	-0.2390***	-0.1270***	0.0883**	0.0518	0.1550***	0.0836**	0.0300
(XIV)	<i>FundCEO</i>	0.0937***	-0.0245	-0.0497	-0.1270***	0.1420**	-0.0965***	-0.0178	0.0753**	0.2350***
(XV)	<i>Cres</i>	0.0331	0.0375	-0.00977	-0.0097	0.0032	0.0011	-0.0014	0.0073	0.0019
(XVI)	<i>Alav</i>	-0.2140***	-0.2740***	0.0002	0.0462	0.0521	0.0054	0.0745**	-0.1150***	0.00135
(XVII)	<i>Rent</i>	0.0300	0.1380***	0.1090***	0.1440***	0.0512	-0.0081	-0.0799**	-0.0275	-0.0199
(XVIII)	<i>Tam</i>	-0.1800***	-0.2260***	0.1250***	0.4610***	-0.1440***	0.0201	0.1680***	-0.0297	-0.0818**
Variáveis		(X)	(XI)	(XII)	(XIII)	(XIV)	(XV)	(XVI)	(XVII)	(XVIII)
(X)	<i>IdCEO</i>	1								
(XI)	<i>GenCEO</i>	0.0388	1							
(XII)	<i>ExpFinCEO</i>	-0.2350***	-0.1740***	1						
(XIII)	<i>MandtCEO</i>	0.3120***	-0.1050***	-0.1150***	1					
(XIV)	<i>FundCEO</i>	0.0766**	-0.0830**	-0.0214	0.1040***	1				
(XV)	<i>Cres</i>	0.0062	-0.0001	0.0034	0.0034	-0.0018	1			
(XVI)	<i>Alav</i>	-0.0835**	0.0130	0.1080***	0.1450***	-0.0813**	0.0079	1		
(XVII)	<i>Rent</i>	-0.0850**	-0.0529	0.0415	-0.0198	0.0262	0.1380***	0.0208	1	
(XVIII)	<i>Tam</i>	0.1640***	0.1180**	-0.0408	0.0057	-0.2770***	0.0080	0.3620***	-0.0606*	1

Notas: \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.10$ .

Fonte: Dados da Pesquisa (2022).

A tabela acima apresenta a matriz de correlação de Spearman dos modelos utilizados na análise dos dados, a fim de se verificar se houve problemas de multicolinearidade entre elas.

Nota-se que a variável dependente  $Pos_{Tom}$  apresentou associações significativas estatisticamente com 12 variáveis (positivamente com  $Nar_{CEO}$ ,  $CAdm_{GEN}$ ,  $CAud_{GEN}$ ,  $Id_{CEO}$ ,  $Gen_{CEO}$  e  $Fund_{CEO}$ ; negativamente com  $CAdm_{IND}$ ,  $CAud_{IND}$ ,  $Dual_{CEO}$ ,  $Alav$  e  $Tam$ ). Esses resultados se assemelham, em parte, aos encontrados por Bassyouny et al. (2020). A variável  $Nar_{CEO}$  se mostrou positivamente relacionada a  $Pos_{Tom}$ , o que dá suporte à Teoria do Alto Escalão no que concerne ao pressuposto de que o resultado da firma é predito pelas características de seus gestores (Bassyouny et al., 2020; Hambrick & Mason, 1984).

Em relação à variável  $Liq_{Tom}$  também é encontrada uma associação positiva com a variável  $Nar_{CEO}$ , além de outras com as variáveis  $CAdm_{GEN}$  e  $Rent$ . Em relação à variável  $Nar_{CEO}$ , foi identificada uma relação positiva com as variáveis  $Rent$  e  $Tam$ , indicando que empresas mais rentáveis tendem a nomear executivos mais narcisistas (Bassyouny et al., 2020; Chatterjee & Hambrick, 2007; Marquez-Illescas et al., 2019).

Quanto às demais variáveis, não se tem registro de variáveis com altas correlações, a ponto de se apontar alguma relação mais destacada. Esses resultados indicam, assim, que não há problema de multicolinearidade entre quaisquer modelos empíricos da pesquisa.