Revista Catarinense da CIÊNCIA CONTÁBIL

ISSN 2237-7662, Florianópolis, SC, v. 24, 1-22, e3591, 2025

https://doi.org/10.16930/2237-7662202535911

Disponível em http://revista.crcsc.org.br

FATORES QUE INFLUENCIAM O USO DAS CARTAS DO *CEO* COMO ESTRATÉGIA PARA O GERENCIAMENTO DE IMPRESSÕES

FACTORS INFLUENCING THE USE OF CEO LETTERS AS IMPRESSION MANAGEMENT STRATEGY

YASMIM SOARES DE LIMA[1]
Universidade Federal da Paraíba, Ciências Contábeis, Departamento de Finanças e Contabilidade, João Pessoa, PB, Brasil
https://orcid.org/0009-0004-0172-0007
yasmim.soares@academico.ufpb.br

RUAN CARLOS BRUM LAUSER MACHADO
Universidade Federal da Paraíba, Ciências Contábeis, Departamento de Finanças e Contabilidade, João Pessoa, PB, Brasil
https://orcid.org/0009-0005-4439-152X
ruanlausermachado@gmail.com

RAY SALUSTINO DA COSTA
Universidade Federal da Paraíba, Ciências Contábeis, Departamento de Finanças e Contabilidade, João Pessoa, PB, Brasil
https://orcid.org/0009-0000-5859-9579
raycostajp@gmail.com

ANTONIO MARTINS DO NASCIMENTO NETO
Universidade Federal da Paraíba, Ciências Contábeis, Departamento de Finanças e Contabilidade, João Pessoa, PB, Brasil
https://orcid.org/0000-0002-9767-1593
neetto.13@gmail.com

RESUMO

O presente estudo teve como objetivo investigar os fatores que influenciam o uso das cartas do *CEO* como instrumento de Gerenciamento de Impressões no mercado de capitais brasileiro. Fundamentado na Teoria da Divulgação Voluntária, analisou-se uma amostra composta por 1.274 cartas publicadas entre 2010 e 2022, por 217 companhias listadas que divulgaram ao menos uma carta no período. A escolha do intervalo temporal justifica-se por suceder à adoção das Normas Internacionais de Contabilidade (IFRS) no Brasil, promovendo maior comparabilidade das informações. Utilizou-se modelos de dados em painel, com duas variáveis dependentes: tonalidade (proporção de termos positivos e negativos) e legibilidade (número total de palavras), ambas como proxies de gerenciamento de impressões. As variáveis explicativas principais foram a variação nos resultados financeiros e a presença de analistas de mercado. Os resultados revelam que a queda nos resultados não influenciou significativamente a tonalidade ou a legibilidade, indicando que, no Brasil, as cartas do *CEO* não são utilizadas para ocultar maus resultados. Em contraste, observou-se que desempenhos positivos elevaram o uso de termos positivos, sinalizando reforço da imagem institucional. A presença de analistas apresentou efeito significativo, atuando como mecanismo externo de governança e inibindo práticas oportunistas. Por fim, alavancagem e crises econômicas mostraram relação negativa com as proxies de gerenciamento de impressões, sugerindo maior objetividade comunicacional em cenários adversos. O estudo contribui ao demonstrar que, no contexto brasileiro, as cartas do *CEO* tendem a cumprir papel informativo legítimo, especialmente em momentos de desempenho favorável.

Palavras-chave: Cartas do *CEO*. Gerenciamento de Impressões. Tonalidade. Legibilidade.

Editado em português e inglês. Versão original em português.

[1] **Endereço para correspondência:** Via Chuva-de-Ouro s/n | Cidade Universitária | João Pessoa/PB | 58.051-900 | Brasil.

Recebido em 22/01/2025. **Revisado em** 01/07/2025. **Aceito em** 11/09/2025 pelo Prof. Dr. Rogério João Lunkes (Editor-Chefe). **Publicado em** 17/10/2025.

Copyright © 2025 RCCC. Todos os direitos reservados. É permitida a citação de parte de artigos sem autorização prévia, desde que identificada a fonte.

(cc) BY

ABSTRACT

This study aimed to investigate the factors influencing the use of CEO letters as a tool for Impression Management in the Brazilian capital market. Based on the Voluntary Disclosure Theory, a sample of 1,274 letters published between 2010 and 2022 by 217 listed companies that released at least one letter during this period was analyzed. The chosen time frame is justified by its occurrence after the adoption of International Financial Reporting Standards (IFRS) in Brazil, which enhanced the comparability of financial information. Panel data models were employed, with two dependent variables: tone (the proportion of positive and negative terms) and readability (total number of words), both serving as proxies for impression management. The main explanatory variables were changes in financial performance and the presence of market analysts. The results indicate that declines in performance did not significantly influence tone or readability, suggesting that in Brazil, CEO letters are not used to conceal poor results. In contrast, positive performance increased the use of positive terms, signaling reinforcement of the institutional image. The presence of analysts had a significant effect, acting as an external governance mechanism that inhibits opportunistic practices. Finally, leverage and economic crises showed a negative relationship with the impression management proxies, suggesting more objective communication in adverse scenarios. The study contributes by demonstrating that, in the Brazilian context, CEO letters tend to serve a legitimate informative role, especially during periods of favorable performance.

Keywords: *CEO Letters. Impression Management. Tone. Readability.*

1 INTRODUÇÃO

A Teoria de Divulgação emerge como arcabouço teórico, discutindo desde a década de 1980 acerca da dicotomia entre evidenciar ou não determinadas informações corporativas (Almeida & França, 2021). Dada a necessidade de reporte exigido pelos órgãos reguladores, as entidades divulgam informações a fim de auxiliar na tomada de decisão, diminuindo assim, a assimetria informacional entre os usuários internos e externos à organização.

Além das informações obrigatórias, as empresas podem optar pela divulgação de informações voluntárias, aprimorando assim, a qualidade de seus relatórios para que os *stakeholders* supram suas expectativas informacionais e consigam realizar avaliações economicamente, financeiramente e socialmente fidedignas das entidades (Souza & Silva, 2020). Dentre os relatórios adicionais, tem-se alguns que são frequentemente reportados pelas companhias brasileiras de capital aberto, como: os *press releases*, teleconferências com o *CEO*, cartas do *CEO*, relatório de sustentabilidade, entre outros (Salotti & Yamamoto, 2005).

Nesse sentido, a divulgação destas informações pode apresentar caráter relevante para a efetividade da atividade do mercado de capitais brasileiro, zelando assim pela transparência e qualidade da informação (Bushman et al., 2004). Em meio às informações reportadas voluntariamente, a carta do *CEO* visa demonstrar a eficiência das atividades desenvolvidas durante o período, a partir do ponto de vista do diretor organizacional (Beyer et al., 2010).

A forma que as informações são disponibilizadas nas cartas dos *CEO* pode incorrer nas técnicas de gerenciamento de impressões, em que os textos são reportados a partir de estratégias que influenciam as percepções dos respectivos usuários, incluindo seus comportamentos, intenções, ética e características pessoais, como confiança, inteligência e perspectivas futuras (Rosenfeld, 1997). Em outra definição, o gerenciamento de impressões refere-se ao procedimento no qual as pessoas buscam regular a imagem que os outros detêm sobre elas (Robbins, 1999).

A carta do *CEO* é um documento relevante para a tomada de decisão dos investidores e demais usuários, pois evidencia as informações que os gestores classificaram como importantes

para os diversos *stakeholders*. Por tratar-se de uma informação incremental e não obrigatória, os administradores podem fazer o uso da manipulação sintática a partir da utilização de textos mais complexos, influenciando assim na legibilidade de tais informativos (Brennan et al., 2009).

Outra técnica de gerenciamento de impressões, incorporada nas divulgações da carta do *CEO* é a preferência em utilizar vocábulos com tonalidade otimista em detrimento daqueles com tons pessimistas, influenciando substancialmente em como a informação será percebida e processada pelos respectivos usuários (Davis & Tama-Sweet, 2012). A literatura destaca alguns fatores que podem impulsionar ou mitigar a utilização das cartas do *CEO* como estratégia para o gerenciamento de impressões, dentre as motivações, pode-se citar a variação dos resultados (O'Keefe, 2019); e como mitigador, está a presença dos analistas de mercado, citados por alguns como mecanismos de governança corporativa (Isidro & Marques, 2015).

Dada a importância das cartas do *CEO* para os investidores e demais usuários, associada com o nível de discricionariedade da forma em que as informações serão disponibilizadas ao mercado, o presente estudo tem como objetivo: investigar os fatores que influenciam o uso das cartas do *CEO* como instrumento de gerenciamento de impressões no mercado de capitais brasileiro.

Internacionalmente, diversas pesquisas exploraram o gerenciamento de impressões sob diferentes perspectivas: Guillamon-Saorin et al. (2012) investigaram o uso destas técnicas nos títulos dos *Press Releases*; Melloni et al. (2016) avaliaram os indícios de gerenciamento de impressões na divulgação dos modelos de negócios em relatórios integrados; Hadro et al. (2021) observaram as táticas nas cartas aos acionistas. Todos estes averiguaram os efeitos do desempenho corporativo e métricas de governança corporativa na utilização de gerenciamento de impressões desses relatórios de natureza voluntária.

No entanto, o exame das cartas do *CEO* ainda apresenta diversas oportunidades de investigações, visto que poucos estudos, como Jonall e Rimmel (2010), Patelli e Pedrini (2014), Yan et al. (2019) e Im et al. (2021), averiguaram o conteúdo e narrativas contidas nas respectivas cartas. No cenário nacional, o gerenciamento de impressões pode ser observado a partir da análise da narrativa inserida nos relatórios anuais (Andrade & Lucena, 2020; Cadorin & Theiss, 2022), além da estrutura textual contida nos fatos relevantes em cenários de crise (Oliveira et al., 2023) ou na estrutura de legibilidade de um documento de caráter obrigatório, como as Notas Explicativa (Telles & Salotti, 2024).

Além disso, as pesquisas que utilizam análises narrativas, evidenciam uma lacuna teórica, visto que a maior parcela de estudos sobre análises textuais de comunicados, ocorre em relatórios escritos em língua inglesa ou em países anglófonos, logo, analisar comunicados escritos em português e publicados no Brasil representa uma oportunidade de pesquisa (Telles & Salotti, 2024). Assim, a presente pesquisa contribui para a literatura nacional por examinar os fatores que influenciam no uso das cartas do *CEO* como instrumento de gerenciamento de impressões, visto que existe uma escassez de conclusões empíricas sobre a utilização das cartas do *CEO* de forma estratégica em empresas brasileiras.

Desse modo, o estudo evidencia a relevância da pesquisa sobre gerenciamento de impressões na atualidade, contribuindo para constatar fatores associados ao desempenho do período, aos mecanismos de governança corporativa, às características da empresa e ao cenário macroeconômico na utilização das cartas do *CEO* das empresas brasileiras, como instrumento de gerenciamento de impressões.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Teoria da Divulgação

A teoria da divulgação objetiva explicar quais fatores motivam os gestores a disponibilizarem informações confiáveis e relevantes, bem como analisar como essa divulgação impacta o valor interno e a percepção externa das organizações (Almeida & França, 2021). Nesse sentido, Romito e Vurro (2021) averiguaram os efeitos do *disclosure* de informações, principalmente aquelas não financeiras, destacando que o reporte destas informações é fundamental para reduzir a assimetria informacional mitigando da opacidade informacional entre os *stakeholders*, auxiliando-os na tomada de decisão.

A Teoria da Divulgação baseada na premissa de que a transparência pode reduzir a assimetria informacional, melhorando a tomada de decisão por parte de investidores e outros usuários da informação, se propõe a explicar como as empresas decidem entre divulgar ou reter informações, considerando os custos envolvidos na divulgação (Verrecchia, 1983).

Nesse viés, Verrecchia (1983), em seu estudo seminal, identificou que esses custos estão associados à preparação e à possível exposição de dados proprietários que possam prejudicar a organização. Seguindo esta perspectiva, o autor argumenta que a divulgação ocorre quando os benefícios superam os custos, gerando um equilíbrio influenciado pelas expectativas dos investidores, assim, os agentes escolhem um nível de informação que maximize o valor percebido dos ativos, fundamentados na reação dos *stakeholders*.

Em sua obra clássica, Dye (2001) aborda as nuances da Teoria da Divulgação, também chamada de Teoria da Divulgação Voluntária, analisando a comunicação estratégica entre entidades informadas e partes interessadas com menos conhecimento. Para o autor, os gestores das empresas divulgam informações de maneira seletiva, visando maximizar seus próprios interesses, como um caso especial da teoria dos jogos, o qual sugere que as entidades compartilham informações favoráveis e retêm informações desfavoráveis, sendo este comportamento estratégico considerado ao interpretar as divulgações.

Os autores Almeida e França (2021) destacam que, além dos benefícios externos gerados pela divulgação de informações, essa prática contribui para a redução da assimetria informacional, aumentando a qualidade das projeções dos analistas, elevando a liquidez das ações, reduzindo os custos de capital e, consequentemente, ampliando o valor da empresa.

2.2 Divulgação Voluntária e Cartas do *CEO*

Conforme exige a Lei das Sociedades Anônimas, as entidades de capital aberto são obrigadas a divulgar os demonstrativos financeiros que exprimem de forma clara e compreensível a situação patrimonial da companhia, com intuito de propiciar aos usuários internos e externos informações úteis no processo da análise de desempenho e tomadas de decisões. Assim, a Lei 6.404 (1976) define o conjunto mínimo de informações obrigatórias que versam sobre as diretrizes de elaboração e divulgação das notas explicativas e relatórios da administração.

Com as atualizações expressas a partir do Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC 26 (R1) (2001), as demonstrações de natureza obrigatória, são: Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado do Exercício, Demonstração do Resultado Abrangente, Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido, Demonstrações dos Fluxos de Caixa, Demonstrações do Valor Adicionado para companhias de capital aberto e Notas Explicativas, que podem ser reportadas juntamente com informações complementares, como Relatórios da Administração.

Para além das informações quantitativas, torna-se relevante a análise dos relatórios não financeiros, que buscam reduzir a assimetria informacional entre os usuários internos e externos. Nessa vertente, os gestores podem fornecer divulgações voluntárias adicionais aos investidores

sobre o desempenho da entidade, garantindo que tais informativos sejam capazes de trazer uma visão adicional da situação econômica e financeira da entidade (Souza & Silva, 2020).

Nesse contexto, a evidenciação voluntária vai além da divulgação de informações exigidas legalmente. Almeida e França (2021) destacam dois pontos que justificam o reporte dessas informações adicionais, que são a obtenção de incentivos ou a minimização da pressão. Por outro lado, Bandeira et al. (2022) mencionam que além de suprir as necessidades dos *stakeholders*, estes reportes representam meios para alcançar a legitimação social e construir uma boa percepção por parte dos usuários.

Apesar de opcionais, essas informações demandam um custo para serem elaboradas e reportadas. Segundo as premissas da teoria da divulgação voluntária, espera-se que as empresas só incorram nos custos adicionais de divulgação, quando reconhecerem que os benefícios do *disclosure* superem os respectivos custos (Almeida e França, 2021). Os autores também confirmam que a legitimidade das entidades perante a sociedade depende diretamente da correspondência entre as demandas sociais e as atitudes das respectivas corporativas.

Assim, pode-se inferir que as informações voluntárias não são tão opcionais, pois são formuladas a partir da pressão dos concorrentes, usuários e legisladores, em que as entidades são estimuladas a realizar reportes que agreguem valor de forma positiva. Diante disso, Almeida e França (2021) confirmam que as corporações tendem a divulgar informações que lhes sejam favoráveis, meio pelo qual os administradores, a partir dos relatórios, se utilizam de artifícios para tentar manipular as percepções dos usuários sobre a organização.

Dentre as diversas informações voluntárias, existem os *press releases*, carta da diretoria, previsões gerenciais, dentre outros. Brennan et al. (2009), em seu estudo seminal sobre as táticas de Gerenciamento de Impressões, destacam que embora a divulgação dos dados seja uma maneira de interpretar os resultados financeiros, por não ser regulamentada, os reportes voluntários apresentam forte margem para manipulação dos temas, podendo maquiar os dados que não são positivos para a entidade. Esses dados se apresentam como uma forte fonte para gerenciar as impressões, influenciando assim, a percepção dos usuários.

Conforme Beyer et al. (2010), uma divulgação voluntária, frequentemente reportada, é a Carta do *CEO*, que pode ser caracterizada como um elemento inerente ao relatório anual, podendo abordar o desempenho e as atividades da entidade desenvolvidas durante o ano, através da perspectiva do diretor executivo. Estes comunicados visam apresentar o foco, a estratégia e visão do *CEO* diante das oportunidades e ameaças da entidade (Patelli, & Pedrini, 2015), assim, a estrutura da carta por meio de uma linguagem narrativa evidencia a realidade corporativa e o posicionamento empresarial (Jonall, & Rimmel, 2010).

As cartas do *CEO* compreendem narrativas pelas quais os gestores comunicam ao mercado o desempenho corporativo, geralmente estas cartas são incluídas no início dos relatórios da organização e distribuídas aos acionistas por meio dos *websites* da entidade (Liu, & Nguyen, 2020). Apesar de autores evidenciarem que as narrativas do *CEO* são posicionamentos pessoais, sinalizando a percepção dos diretores sobre a organização (Im et al., 2021), a literatura concorda que os *stakeholders* visualizam as declarações do *CEO* como o ponto de vista geral da organização sobre os assuntos destacados na carta (Caliskan, Esen, & Barkemeyer, 2021).

O conteúdo informacional das cartas vem passando por transformações, visto que questões relacionadas à Responsabilidade Social Corporativa estão cada vez mais presentes, principalmente aquelas atrelados à ética empresarial (Che et al., 2020). Atualmente, a posição das palavras inseridas na carta do CEO vem sendo instrumento de investigação pelos estudos que envolvem metodologias de pesquisas narratológicas em relatórios financeiros, visando estimar o sentimento positivo, negativo ou neutro das palavras destacadas pelo diretor executivo, ensejando, inclusive, prever o desempenho financeiro da empresa a partir do sentimento da carta do *CEO* (Boudt, & Thewissen, 2019; Che et al., 2020).

2.3. Gerenciamento de Impressões

Conforme a literatura seminal, o Gerenciamento de Impressões pode ser classificado como uma técnica utilizada pela administração da empresa para destacar as determinadas informações corporativas, visando a legitimação e a captação de investidores (Merkl-Davies & Brennan, 2007). Assim, o gerenciamento de impressões envolve um conjunto de estratégias e táticas voltadas tanto para a construção de imagens favoráveis quanto desfavoráveis, que necessitam de legitimação por parte de seus principais usuários (Theiss & Bauren, 2018). Dessa forma, os administradores podem ser motivados a ofuscar a real situação da entidade a partir de técnicas de gerenciamento de impressões ou evidenciar ainda mais aquelas informações consideradas positivas (Bushee et al., 2018).

A forma como os administradores empregam o gerenciamento de impressões pode influenciar a tomada de decisões alinhadas aos interesses dos acionistas, ao contribuir para a redução da assimetria informacional por meio de informações mais detalhadas e explicação mais aprofundada de um relatório financeiro. Da mesma forma, o gerenciamento de impressões pode ser utilizado como um veículo de divulgação de informações negativas contendo técnicas de argumentação que intrinsecamente não apresentam de modo fidedigno os resultados da companhia (Merkl-Davies & Brennan, 2007).

Tais práticas podem ocasionar em interpretações equivocadas sobre o desempenho passado e as perspectivas futuras da empresa, uma vez que as narrativas contábeis, ao mesclar informações financeiras e não financeiras, sob as táticas de gerenciamento de impressões, têm o potencial de originar representações distorcidas da realidade organizacional, seja ao direcionar a atenção para temas irrelevantes, ou minimizar assuntos de maior relevância, assim como ocultar informações negativas ou até mesmo atribuir resultados desfavoráveis a terceiros ou a fatores macroeconômicos (Rolim, 2024).

Nesse contexto, os investidores minoritários estão suscetíveis a tomar decisões com base no gerenciamento de impressões, que pode não representar a verdadeira situação financeira da entidade. Fato este observado por Baginski et al. (2011), indicando que os investidores sofisticados e analistas de mercado estão menos suscetíveis a serem influenciados pelo gerenciamento de impressões comparado aos investidores não sofisticados. Embora os analistas de mercado e investidores especializados possuam maior capacidade técnica para avaliar os relatórios corporativos, eles também podem ser afetados pela forma como a informação é apresentada (Caglio et al., 2020).

Dessa forma, o tom linguístico de uma divulgação financeira, quando este contém uma linguagem demasiadamente positiva, pode refletir em diferentes reações entre os investidores sofisticados e não sofisticados. Segundo Loughran (2018), a linguagem utilizada nos reportes corporativos influencia diretamente na tomada de decisão dos pequenos investidores, que podem ser suscetíveis à ilusão de um investimento ideal, enquanto os mais sofisticados e analistas de mercado, podem verificar o tom de gerenciamento e penalizar a entidade reduzindo seu respectivo valor de mercado.

O gerenciamento de impressões na perspectiva da Teoria da Agência traz à tona o comportamento do preparador (gerente) como oportunista, face às narrativas corporativas, uma vez que o mesmo se torna capaz de ofuscar as informações fidedignas financeiras da entidade, a fim de benefício próprio (Bowen et al., 2005). Nesse contexto, a divulgação de resultados negativos pode intensificar conflitos de interesses entre agente e principal, uma vez que a gestão pode optar por apresentar as informações de maneira que amenize os insucessos, a fim de suavizar a percepção dos investidores e, assim, obter alguma vantagem, como aumento de remuneração.

Desta forma, presume-se que os preparadores assumam dois tipos de comportamentos: Ocultação ou Atribuição. A ocultação ocorre a partir da ofuscação de resultados desfavoráveis e evidenciação dos resultados positivos; já a Atribuição, pode ser utilizada em tempos de resultados

desfavoráveis, em que a entidade tende a atribuir a responsabilidade dos resultados negativos a eventos externos, como crises econômicas (Bushee et al., 2018; Merkl-Davies & Brennan, 2007).

Pela ótica da psicologia social, os estudos seminais conceituam a atribuição como um gerenciamento de impressões egoísta, que busca dar ênfase aos sucessos ao invés dos fracassos, no que tange às explicações e percepções que contribuíram para a ocorrência de determinado cenário na corporação (Merkl-Davies & Brennan, 2007). Ou seja, tratam os fracassos como fatores provenientes de motivações externas, eximindo assim, sua própria responsabilidade.

Em cenários sob risco de falência, a ofuscação de informações pode ser mais frequente, pois as entidades buscam reduzir as potenciais responsabilidades dos gestores no processo, omitindo assim, informações dos relatórios financeiros ao invés de usar recursos textuais para o gerenciamento de impressões (Moreno & Camacho-Miñano, 2024).

Com base em estudos realizados, nota-se que o gerenciamento de impressões direciona duas searas a serem percorridas em relatórios corporativos, sendo: perspectivas sobre a Teoria da Agência e perspectivas Teóricas Alternativas. Quanto à teoria da agência, são utilizados como análise, os meios de comunicação diretos com os investidores, como reuniões com analistas, *press releases*, transcrições de teleconferências e cartas do *CEO*; assim, o foco no investidor e as percepções de desempenho da companhia são apresentadas mediante a manipulação gerencial e o desempenho esperado e inesperado da mesma.

Já o gerenciamento de impressões com foco nas perspectivas alternativas considera a influência de diferentes fatores, como por exemplo: financeiro, ambiental e social, em uma perspectiva externa sobre a empresa, utilizando como métrica os meios de divulgação corporativos no que tange sua reputação e desempenho financeiro (Merkl-Davies & Brennan, 2007).

2.4 Técnicas de Gerenciamento de Impressões

As estratégias de gerenciamento de impressões são utilizadas a partir de diversas técnicas, dentre as quais, Brennan et al. (2009), em seu estudo seminal, resume em sete perspectivas, sendo: Manipulação Sintática; Manipulação Retórica; Método de Análise Aplicado; Manipulação Temática; Seletividade; Efeitos Visuais e Comparação de Desempenho.

Inicialmente, utiliza-se o método de Manipulação Sintática em narrativas contábeis, cujos relatórios podem possuir uma linguagem complexa para ofuscar a situação corporativa durante o período, principalmente diante de performances negativas. Assim, acredita-se que a complexidade textual, seja pela utilização de termos de difíceis compreensão, ou pelo excesso de informações, pode mitigar o processamento informacional das partes interessadas, pois dificultaria o entendimento dos leitores (Ben -Amar & Belgacem, 2018). A aplicação dessa técnica pode ser realizada de diferentes formas, como o comprimento do texto, o número de sílabas, a inserção de informações em excesso, dentre outros.

A técnica de Manipulação Retórica em narrativas contábeis consiste em disfarçar o desempenho da empresa, em que a administração tem o cuidado de escolher um linguajar diferente, mais técnico, e usar recursos teóricos para esconder o desenvolvimento da empresa (Brennan et al., 2009). Nesse escopo, consiste em escolhas linguísticas estratégicas empregadas para persuadir ou impressionar os leitores e, simultaneamente, disfarçar o desempenho negativo (Stoltzemburg, 2020). Logo, observa-se que gestores recorrem a termos complexos e recursos retóricos para ocultar fragilidades nos relatórios. Sendo assim, o principal objetivo dessa técnica é manipular os *stakeholders* por meio de escolhas linguísticas complexas para influenciar o significado das palavras e persuadir o leitor (Monteiro, 2021).

Outra tática de manipulação é o Gerenciamento Atribuição de Resultados Organizacionais, cujo método se divide em dois grupos diferentes, orientados pelo significado e forma. No que tange ao grupo dos estudos orientados pelo significado se utiliza uma análise temática, buscando assim padrões de raciocínio causal e atribuições que são utilizadas para explicitar o respectivo

progresso da entidade (Brennan et al., 2009). A gestão tende a atribuir os resultados favoráveis a competências e práticas organizacionais internas, ao passo que os desempenhos desfavoráveis são frequentemente associados a fatores externos, situados fora do âmbito de controle da entidade (Rolim, 2024).

Em conjunto, a técnica de Manipulação Temática, que representa estudos orientados para a forma, utiliza o gerenciamento de temas positivos e negativos, observando a recorrência de palavras e frases para fazer implicações (Brennan et al., 2009). Afinal, relatórios mais longos tendem a adotar um tom neutro em suas divulgações, devido à presença equilibrada de termos positivos e negativos, enquanto relatórios mais concisos costumam apresentar um viés para um tom mais positivo (Malaquias & Borges Júnior, 2021). É importante salientar que para essa técnica se tornar confiável, é necessário que sejam incluídas especificações de medições corretas.

Já na quinta técnica, a administração utiliza método de gerenciamento chamado Seletividade, a qual visa selecionar números de desempenho da empresa, normalmente preferindo reportar números positivos ao invés de negativos, para representar a situação da organização como da melhor forma possível, conforme destaca. Em complemento, Rolim (2024) explica que esse procedimento ocorre quando os executivos decidem quais números e eventos serão evidenciados nas narrativas, omitindo ou destacando informações de acordo com seus objetivos. Os números reportados com essa técnica podem ser gerados a partir de princípios contábeis geralmente aceitos (*GAAP*) e números *non-GAAP* (Brennan et al. 2009).

Também, há a técnica de gerenciamento de Efeitos Visuais/de apresentação (ênfase), que tem a intenção justamente de enfatizar a visualização, que ocorre quando as organizações utilizam métodos de apresentação para tornar a informação mais evidente/óbvia para os leitores (O'Keefe, 2019). São exemplos de ênfases visuais os textos em negrito, com marcadores, localização ou posicionamento das divulgações e a repetição de informação para dar ênfase visual.

Por fim, temos a técnica de gerenciamento de impressões usando Comparações de Desempenho, que aborda o melhor cenário possível da empresa fazendo comparações de desempenhos anteriores para retratar da melhor forma o desempenho financeiro atual da empresa. Dessa forma, os gestores podem manipular os investidores ao retratar informações incompletas de exercícios anteriores em prol de beneficiar o exercício atual (Brennan et al., 2009). Pois, ao selecionar parâmetros de comparação tendenciosos, os gestores podem escolher referências internas ou externas específicas, como resultados passados ou médias do setor, para reforçar ainda mais a imagem favorável da empresa (Rolim, 2024).

No estudo clássico, Mendonça e Amantino-de-Andrade (2003) destacam que o gerenciamento de impressões, no âmbito das organizações, pode ser entendido como um meio capaz de controlar as impressões das pessoas, juntamente com a intenção de produzir uma ideia desejada das entidades perante a sociedade. Acerca disso, as divulgações corporativas, em consonância com a narrativa empregada pela administração, permitem transmitir informações para a tomada de decisão.

Além disso, segundo Davis e Tama-Sweet (2012), os administradores aumentam o uso da linguagem positiva quando conseguem enxergar uma oportunidade de vantagem perante determinada situação. Os autores também apontaram que algumas palavras estão intrinsecamente relacionadas em torno da situação do mercado, do volume de negociação, assim como dos ganhos inesperados e retornos das ações.

No presente artigo, a técnica de estudo de gerenciamento de impressão foi a de utilizar tons (positivo ou negativo), que em outras palavras pode ser entendido como (otimista ou pessimista) das comunicações empresariais (Baginski et al., 2011; Davis & Tama-Sweet, 2012). Essa técnica pode ser utilizada por gestores no intuito de mascarar os dados por meio de palavras positivas e negativas, como pelo fato de uma entidade ter apresentado o resultado de prejuízo e ter um elevado

nível de gerenciamento de impressões para dificultar a linguagem para o leitor, entre outras situações, conforme estudo dos autores Guillamon-Saorin et al. (2017).

2.5 Estudos Anteriores

Nos últimos anos, ocorreu um aumento na quantidade de estudos que analisam a utilização estratégica de narrativas textuais na divulgação de relatórios de caráter obrigatório ou voluntário. Nesse escopo, vale citar os achados nacionais de Andrade e Lucena (2020), Cadorin e Theiss (2022) e Oliveira et al. (2023), que utilizaram técnicas de gerenciamento de impressões em comunicados publicados no idioma português; e estudos apresentados por Yan et al. (2019), Im et al. (2021) e Pande et al. (2024), que averiguaram analiticamente as cartas do *CEO.* Vale ressaltar que a maior parte dos estudos sobre narrativas foi realizada em relatórios escritos em inglês ou em países anglófonos (Telles & Salotti, 2024).

No cenário brasileiro, Andrade e Lucena (2020) averiguaram a influência do desempenho corporativo das empresas de energia brasileiras de capital aberto nas técnicas de gerenciamento de impressões. O estudo concluiu que em períodos de baixo desempenho, companhias energéticas apresentavam um maior grau de palavras com significado positivo, representando assim, uma possível tática de gerenciamento de impressões. Ao se tratar dos elementos visuais, verificou-se que em épocas de baixo desempenho, as entidades inserem um maior número de imagens e figuras, representando táticas de gerenciamento para inibir os resultados negativos, todavia, a pesquisa limitou-se às empresas do setor elétrico.

Por outra ótica, Cadorin e Theiss (2022) investigaram, sob o contexto do gerenciamento de impressões, as publicações dos relatórios anuais da empresa Vale S.A. nos anos de 2018 e 2019, período próximo ao rompimento da barragem de Brumadinho. Utilizando a legibilidade, foi verificado que os formulários de referência apresentam baixo grau de legibilidade, enquanto os relatórios de sustentabilidade e da administração são mais legíveis, talvez por estar mais acessível aos diversos *stakeholders*. Adicionalmente, percebeu-se que a empresa inseriu termos emotivos e sociais, enfatizando boas notícias, provavelmente, com o intuito de suavizar as notícias de caráter negativo.

Oliveira et al. (2023) investigaram o tom anormal dos fatos relevantes das empresas varejistas listadas na B3 em um período antes e durante a pandemia do coronavírus, curiosamente, constatou-se uma correlação entre o tempo de fechamento das atividades econômicas e a utilização de tons anormais. Atrelado a isso, o estudo verificou que empresas de maiores portes utilizam maiores níveis de gerenciamento de impressões.

Internacionalmente, mas associado ao uso das cartas do *CEO* como instrumento de gerenciamento de impressões, Yan et al. (2019) observam se o padrão retórico das cartas do *CEO* reflete no comportamento de previsão dos analistas de mercado das empresas de capital aberto dos Estados Unidos. A partir dos estilos de comunicação retórica: aclamação assertiva, enquadramento cauteloso e racionalização lógica, a pesquisa constata que embora o gerenciamento de impressões geralmente seja observado pela vertente negativa, a análise em conjunto de diferentes perspectivas pode resultar em um menor erro de previsão, promovendo assim uma maior acurácia nas previsões de lucros dos analistas.

Im et al. (2021) analisaram as cartas de *CEO*s de empresas do setor de hospitalidade durante a pandemia da Covid-19, constatando que tais companhias utilizam de uma linguagem que indica uma resposta defensiva que demonstre níveis de responsabilidade e credibilidade ao mercado, adotando também táticas assertivas que reforcem sua credibilidade e responsabilidade social. Por fim, Pande et al. (2024) destacaram que as cartas do *CEO* podem representar uma excelente ferramenta para reforçar a imagem reputacional das companhias, especialmente no que se refere à sustentabilidade empresarial.

3 METODOLOGIA

3.1 Composição da Amostra

O presente estudo objetivou investigar os fatores que influenciam o uso das Cartas dos *CEO*s como uma estratégia para o gerenciamento de impressões no mercado brasileiro de capitais. Para alcançar os resultados desejados, foram consideradas as empresas não financeiras com negociação na Bolsa de Valores Brasileira, Brasil, Bolsa e Balcão [B3], ao final do ano de 2022. A exclusão das companhias financeiras se justifica por suas especificidades em relação às demais companhias, visto que poderiam ocasionar em problemas na estimação das variáveis independentes e de controle.

Neste cerne, foram analisadas as cartas emitidas ao final dos exercícios de 2010 a 2022, pelo fato de compreender o período posterior à adoção das International Financial Standards Board (IFRS) pelas companhias brasileiras, até o último exercício com informações já disponibilizadas. Os dados utilizados para mensurar o nível de gerenciamento de impressão das Cartas do *CEO*s foram coletados a partir dos canais de Relacionamento com os Investidores disponibilizados pelas respectivas entidades, representando assim dados primários.

Nesse contexto, a avaliação do nível de gerenciamento de impressões presente nas Cartas dos *CEO*s foi realizada diante dos relatórios apresentados pelas respectivas companhias ao término de cada ano. Logo, as organizações que não divulgaram o comunicado em nenhum dos exercícios analisados foram excluídas da amostra. Devido ao caráter voluntário do reporte das Cartas, a pesquisa empregou dados desbalanceados, concentrando-se exclusivamente nas entidades que reportaram o referido documento. Os detalhes referentes à composição da amostra estão destacados na Tabela 1.

Tabela 1
Composição da Amostra

Companhias não financeiras com negociação ativa em 31/12/2022	242
(-) Empresas que não reportaram as Cartas dos *CEO*s em nenhum ano	(25)
(=) Empresas que divulgaram as Cartas dos *CEO*s em pelo menos um exercício	217

Fonte: Dados de Pesquisa (2024).

Dessa forma, das 242 empresas não financeiras com negociação ativa no término de 2022, 25 não reportaram nenhuma carta do *CEO*, totalizando uma amostra final de 217 companhias, representando assim 1.274 observações.

3.2 Definição das Variáveis

3.2.1 Gerenciamento de Impressões através da Legibilidade

A Manipulação Sintática, mas também compreendida como complexidade textual, exerce uma marcante influência na legibilidade das Cartas dos *CEO*s. Essa técnica, frequentemente empregada no contexto corporativo, tem como propósito manipular resultados negativos por meio do uso de uma linguagem complexa e de difícil compreensão. Os gestores aplicam essa estratégia utilizando recursos como ajuste do comprimento das frases, controle do número de sílabas e outras ferramentas linguísticas, a fim de moldar a percepção dos leitores em relação aos resultados adversos (Brennan et al., 2009).

Dessa forma, o presente trabalho analisou as táticas de legibilidade a partir do logaritmo natural do número de palavras contidas nas respectivas cartas do *CEO*; a opção do logaritmo é

justificada pela alta variação entre o cumprimento dos comunicados, que poderia resultar em potenciais *outliers*.

3.2.2.Gerenciamento de Impressão através dos Tons

Outra característica marcante do gerenciamento de impressões é a manipulação dos tons nos relatórios estratégicos elaborados pelos gestores. Conforme destacado por Davis e Tama-Sweet (2012), esses tons referem-se ao uso de palavras positivas e negativas que estão intrinsecamente incorporadas nas divulgações de informações das entidades. Esse relatório estratégico tem o potencial de obscurecer resultados pessimistas ou superestimar os otimistas.

Outra definição para o tom é abordada por Guillamon-Saorin et al. (2017), que o caracterizam como o emprego de linguagem otimista para causar uma impressão positiva dos resultados corporativos, algo que não seria alcançado com a mesma eficácia se essas declarações fossem feitas com o uso de terminologias mais neutras.

Os vocábulos das Cartas do *CEO*s foram categorizados como otimistas ou pessimistas com base no dicionário de sentimentos textual, elaborado em língua portuguesa, desenvolvido por Silva (2018). Tal estudo fornece um dicionário que tomou como base notícias da área de finanças, para classificar palavras como positivas ou negativas; a ausência da análise contextual das palavras demonstra uma limitação remota. Nesse caso, o nível de gerenciamento de impressões foi mensurado a partir da relação entre termos classificados como positivos e negativos, a partir da seguinte equação:

((palavras positivas - palavras negativas)/(palavras positivas + palavras negativas)).

3.2.3 Variáveis Independentes e Controle

A observação dos fatores que influenciam na utilização das técnicas de gerenciamento de impressões na carta do *CEO* ocorreu a partir de duas variáveis independentes, sendo a Variação do Lucro, representada por uma variável *dummy*, que foi categorizada por 1, quando o resultado da empresa aumentou e 0 quando o resultado reduziu. A segunda variável independente observada foi a métrica Analista, variável *dummy*, classificada por 1 quando a companhia possuía cobertura de analistas de mercado e 0 quando não possuía.

Como estratégia para monitorar a equação, foram selecionadas quatro variáveis de controle, como: o tamanho da entidade, mensurado através do logaritmo natural dos ativos da empresa; o crescimento, representado pela relação *Market to Book* da entidade; a alavancagem, definida como a proporção entre o capital de terceiros e o capital próprio; e a crise econômica, variável *dummy*, sendo classificada como 1 para os períodos de declínio do Produto Interno Bruto (PIB) e para os períodos posteriores à pandemia do coronavírus, compreendendo assim os exercícios de 2014, 2015, 2016, 2020, 2021 e 2022; e 0 para os demais.

Desse modo, as variáveis independentes e de controle foram coletadas da base de dados secundários *Refinitiv Eikon*, cujos dados encontram-se disponibilizados na Tabela 2:

Tabela 2
Variáveis de estudo

Variável	Nome	Estimação	Sinal esperado	Referência
Variáveis dependente				
LEG	Legibilidade	Logaritmo natural da quantidade de palavras		Brennan et al. (2009)
TOM	Tom	Relação entre palavras positivas e negativas		Davis e Tama-Sweet (2012); Guillamon-Saorin, et al. (2017)
Variáveis independentes				
VAR	Variação do Lucro	Variável Dummy, sendo 1 quando o lucro líquido da empresa aumentou e 0 quando diminuiu	-	O'Keefe (2019)
ANALIST	Analista	Variável Dummy, sendo 1 quando a empresa possui analistas de mercado e 0 quando não	-	Isidro e Marques (2015)
Variáveis de Controle				
TAM	Tamanho	Logaritmo natural do Ativo total da Companhia	+	O'Keefe (2019); Zaini et al. (2018)
ALAV	Alavancagem	Passivo Exigível / Patrimônio Líquido	+	Charitou et al. (2018)
MTB	Market To Book	Valor de Mercado/valor contábil	+	Guillamon-Saorin et al. (2012)
CRISE	Crise Econômica	Variável Dummy, sendo 1 para os exercícios em que o PIB estava em declínio e 0 para os que não estavam	-	Jones et al. (2020)

Fonte: Elaboração Própria (2024).

3.3 Procedimentos para Análise de Dados

Os dados coletados foram processados por meio do *software* estatístico *RStudio*, no qual foram executados os modelos de regressão apresentados na Equação 1 (legibilidade) e 2 (tonalidade):

$$LEG_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 VARLUCRO_{i,t} + \beta_2 ANALIST_{i,t} + \beta_3 TAM_{i,t} + \beta_4 ALAV_{i,t} + \beta_5 MTB_{i,t} + \beta_6 CRISE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

(Equação 1)

$$TOM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 VARLUCRO_{i,t} + \beta_2 ANALIST_{i,t} + \beta_3 TAM_{i,t} + \beta_4 ALAV_{i,t} + \beta_5 MTB_{i,t} + \beta_6 CRISE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

(Equação 2)

Em que: LEG: Representa o logaritmo natural da quantidade de palavras da Carta da empresa i no período t; TOM: Relação entre palavras positivas e negativas da Carta da empresa i no período t; VarLucro: variável dummy, sendo 1 quando o lucro líquido aumentou e 0 quando reduziu na empresa i no ano t; Analist: variável dummy, sendo 1 quando a companhia i no ano t possuía cobertura de analista de mercado e 0 quando não; TAM: Logaritmo natural do Ativo da empresa i no período t; Alavanc: Alavancagem da empresa i no período t; MTB: Market to book da empresa i no período t; CRISE: variável dummy, sendo 1 no período de crise econômica e 0 quando não houve indício de crise na empresa i no ano t.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A Tabela 3 exibe os resultados da estatística descritiva, apresentando média, mediana, quartis e desvios padrões das variáveis utilizadas no presente estudo. A amostra em análise deparou-se com desafios relacionados à heterocedasticidade e à normalidade dos resíduos, entretanto, é imperativo ressaltar que tal cenário é recorrente em estudos acadêmicos, uma vez que estes frequentemente se deparam com a complexidade inerente à análise de conjuntos de dados extensos, não comprometendo, por conseguinte, a integridade dos resultados obtidos. Os dados referentes às estatísticas descritivas encontram-se disponibilizados na Tabela 3:

Tabela 3
Estatística Descritiva

Var	Média	Mediana	1º Quartil	3º Quartil	Desvio
Legibilidade	2,839	2,831	2,671	3,009	0,273
Tonalidade	0,469	0,504	0,300	0,681	0,292
Variação	0,586	1,000	-	-	-
Analistas	0,593	1,000	-	-	-
Tamanho	6,600	6,566	6,167	7,029	0,776
Alavancagem	2,123	1,385	0,705	2,594	4,448
Market to Book	3,595	1,143	12,010	0,395	2,528
Crise	0,576	1,000	-	-	-

Fonte: Dados de Pesquisa (2024).

Durante a análise das variáveis Alavancagem e Market to Book, foram identificados problemas de dispersão com a presença de pontos considerados *outliers*. Com o intuito de mitigar possíveis efeitos adversos nos resultados, optou-se por empregar uma técnica de winsorização a 1%, objetivando a redução dos desvios-padrão.

A extensão média das Cartas dos *CEO*s atingiu 690 palavras, o que se traduz em 2,839 no logaritmo da variável legibilidade. No que concerne à variável de tonalidade, em média, as empresas não evidenciam uma tendência ao excesso no gerenciamento de impressões, uma vez que o resultado estatístico permaneceu abaixo de 50%. Este cenário justifica a adoção de uma postura mais conservadora, evitando manifestações exageradas de positivismo, visto que os investidores, principalmente os sofisticados, poderiam interpretar o excesso de positividade como

uma atitude manipuladora e, consequentemente, penalizar a entidade (Guillamon-Saorin et al., 2017).

A proximidade entre a mediana e a média, no que tange à tonalidade dos vocábulos usados nas cartas do *CEO*, sugere uma uniformidade na utilização de palavras tanto positivas quanto negativas nas comunicações. Já as demais variáveis seguiram um padrão comportamental consistente, sem exercer impacto nos resultados da análise de regressão. Ao examinar os dados, observa-se que a variável de tonalidade, no terceiro quartil percentual, permanece abaixo de 70%, o que sugere a inexistência de uma manifestação exagerada no que se refere ao gerenciamento de impressões.

Tais resultados indicam que as empresas adotam uma abordagem mais cautelosa nesse aspecto, possivelmente em resposta às sanções impostas pelo mercado, evitando assim, possíveis penalidades, como por exemplo, a redução de curto prazo do valor de mercado da companhia. Vale ressaltar que não foram incluídas métricas de dispersão (1º quartil, 2º quartil e desvio-padrão) para as variáveis dicotômicas, como variação, analistas e crise.

Posteriormente, os dados apresentados na Tabela 4 retratam as regressões estatísticas, cujos testes de Hausman e Breush-Pagan LM indicaram que o modelo de Efeitos Aleatórios poderia indicar a melhor explicação estatística, dessa forma, os resultados indicaram a influência das variáveis independentes e de controle no nível de gerenciamento de impressões das cartas do *CEO*. Assim, a relação entre as variáveis do estudo e o comprimento das cartas do *CEO*, *proxy* utilizada para a legibilidade, encontra-se na Tabela 4:

Tabela 4
Legibilidade

Variáveis	**Coeficiente**	***p-valor***
Variação	-0,012	0,288
Analistas	0,083	0,000***
Tamanho	0,034	0,004**
Alavancagem	0,000	0,867
Market to Book	0,000	0,537
Crise	0,037	0,002***
Validação do modelo	F(6,1.052)	13,36
	Prob > Chi^2	0,000***
R^2	0,703	
Testes Estatísticos	VIF	1,109
	Jarque-bera	0,000
	Durbin-Watson	0,854

Em que: *** significância estatística ao nível de 1%; ** significância estatística ao nível de 5%; * significância estatística ao nível de 10%.

Fonte: Dados de Pesquisa (2024).

Nesse cenário, a primeira variável independente avaliada foi a variação do lucro, sendo constatado que variação de resultado e tamanho da carta possuem comportamentos inversos, ou seja, empresas que reduziram seus resultados tendem a apresentar cartas do *CEO* com maior quantidade de termos. Tal relação converge parcialmente com os argumentos de Brennan et al. (2009) e O'Keefe (2019), que associavam o desempenho corporativo negativo com a elaboração de documentos com um maior número de informações, pois ofuscaria a atuação fraca da companhia durante o respectivo período.

Entretanto, o presente resultado coincide em sinalização, mas não possui significância estatística (*p-valor* < 0,05) para explicar esta relação, não sendo assim, totalmente associável, quanto os ensaios teóricos e estudos subsequentes destacavam. Inclusive, confronta, em partes, os resultados apresentados no estudo brasileiro efetuado por Andrade e Lucena (2020), que ao

analisar uma amostra de 18 empresas do setor elétrico, concluíram que a redução do desempenho resultaria em uma redução estatisticamente significante da legibilidade.

A relação negativa e sem significância estatística entre o tamanho da carta e a variação de lucros pode encontrar respaldo com a observação da segunda variável independente: presença de analistas de mercado, afinal, foi constatado que empresas que possuem a cobertura de analistas tendem a apresentar cartas do *CEO* com um maior volume de conteúdo. Tal relação indica que a presença destes profissionais demanda das companhias informações adicionais, como forma de legitimar seus atos.

Associando as variáveis: variação de lucros e presença de analistas cobrindo as empresas, é possível constatar que a divulgação de cartas do *CEO* com maior volume de informações ocorre quando as organizações detêm resultados positivos, mitigando assim os custos de divulgação advindos de uma possível divulgação oportuna. Isso corrobora com os resultados obtidos por Isidro e Marques (2015), que classificaram a presença de analistas como variável mitigadora para a utilização das técnicas de gerenciamento de impressões como tática de manipulação.

Diante das variáveis de controle, o tamanho da empresa apresentou uma relação positiva e estatisticamente significante, indicando que grandes companhias tendem a reportar cartas do *CEO* com um maior quantitativo de palavras, resultado este que apoia os achados de O'Keefe (2019) e Zaini et al. (2018), pois, companhias maiores possuem mais informações a serem evidenciadas. Tal resultado também ratifica os achados de Oliveira et al. (2023), que destacaram uma relação direta entre o tamanho corporativo e a utilização de táticas de gerenciamento de impressões.

Por outro lado, as métricas "alavancagem" e *Market to book* não apresentaram significância estatística para explicar o comprimento das respectivas cartas do *CEO*. A última variável de controle considerada foi a crise econômica, a qual considerou cenários em que o PIB estava em declínio, assim como os períodos influenciados pela pandemia do coronavírus. Conforme a literatura, em cenários de declínio econômico, as empresas tendem a divulgar comunicados mais prolixos, podendo utilizar dos reportes corporativos para justificar ou atribuir os resultados desfavoráveis aos fatores macroeconômicos (Merkl-Davies & Brennan, 2007).

À vista disso, observou-se que em períodos de crise econômica, as empresas buscam divulgar cartas com um texto extenso, podendo assim, ser uma estratégia de mitigar a legibilidade e ofuscar diante de uma vastidão de informações a obtenção dos resultados desfavoráveis, convergindo assim com os achados de Jones et al. (2020).

Em resumo, somente as variáveis "analistas", "tamanho" e "crise" apresentaram um coeficiente positivo e estatisticamente significante ($p\text{-}valor < 0{,}05$) para explicar a legibilidade das cartas do *CEO*. A presença de analistas remete a um maior nível de explicações aos agentes, o tamanho, a uma maior quantidade de informações, enquanto a crise remete à existência de justificativas que expliquem os impactos ocorridos na empresa.

No presente estudo, a regressão referente à tonalidade foi realizada a partir dos modelos de efeitos fixos, atendendo assim aos pressupostos indicados pelos testes de Hausmann e Breuch-Pagam LM.

Os resultados da regressão estatística que associa as variáveis do estudo com a tonalidade encontram-se disponíveis na Tabela 5:

Tabela 5
Tonalidade

Variáveis	**Coeficiente**	***p-valor***
Variação	0,073	0,000***
Analistas	0,065	0,086*
Tamanho	0,019	0,285
Alavancagem	-0,003	0,081*
Market to Book	0,002	0,000***
Crise	-0,083	0,000***
Validação do modelo	Wald	8,10
	Prob > F	0,000***
R^2	0,0708	
Testes Estatísticos	VIF	1,109
	Jarque-bera	0,000
	Durbin-Watson	1,267

Em que: *** significância estatística ao nível de 1%; ** significância estatística ao nível de 5%; * significância estatística ao nível de 10%.

Fonte: Dados de Pesquisa (2024).

Conforme apresentado na Tabela 5, foi constatado que a variação do lucro positiva, reflete diretamente no tom positivo das cartas do *CEO*. Ou seja, quanto maior o aumento nos resultados, maior será a quantidade de palavras positivas presentes na carta do *CEO.* Tal relação é estatisticamente significativa (*p-valor* > 0,05), sendo assim possível afirmar que, para a presente amostra, um aumento no resultado reflete em termos com tons positivos.

Esse resultado diverge com os achados de O'Keefe (2019), visto que foi sugerido que o declínio dos resultados poderia influenciar na utilização de divulgações voluntárias como estratégia oportuna. Também diverge com os achados de Andrade e Lucena (2020), que evidenciaram a redução de desempenho como uma das variáveis que influenciam a utilização de táticas de gerenciamento de impressões.

Todavia, os resultados da pesquisa constatam que as corporações podem utilizar as cartas do *CEO* como forma de fornecer aos investidores informações incrementais. Tal achado é confirmado a partir da presença de analistas de mercado cobrindo a entidade, pois empresas que são acompanhadas por estes profissionais e obtêm resultados crescentes, poderão utilizar de suas divulgações voluntárias para se legitimarem diante dos respectivos investidores.

Corroborando com os fatores que indicam a utilização das cartas do *CEO* como estratégia de fornecer informações incrementais em detrimento de manipular as percepções dos investidores, a variável alavancagem apresenta uma influência negativa e estatisticamente significante com a tonalidade do comunicado. Desse modo, empresas endividadas, que poderiam utilizar das divulgações voluntárias para gerenciar as impressões dos *stakeholders*, utilizam destes *disclosures* para fornecer ao mercado informações que estão correlacionadas com suas respectivas realidades econômico-financeiras.

Tais achados vão de encontro aos de Charitou et al. (2018), que apresentavam a alavancagem como um dos fatores utilizados para o gerenciamento de impressões de forma oportuna. Por fim, a tonalidade e *market to book* apresentam uma relação positiva e estatisticamente significante, sugerindo que empresas com maior valor de mercado fornecem um maior volume de palavras positivas, retratando que a empresa está cumprindo com as expectativas dos investidores, corroborando com Guillamon-Saorin et al. (2012). Por outro lado, a crise econômica possui um efeito negativo em relação à tonalidade, o que é esperado, como foi exposto

na variação de alavancagem anteriormente, visto que o cenário de declínio econômico influencia diretamente nos resultados corporativos (Jones et al., 2020).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente pesquisa teve como objetivo investigar os fatores que influenciam no uso das cartas do *CEO* como estratégia para o gerenciamento de impressões no mercado brasileiro de capitais. Nesse contexto, foram observadas, principalmente, as variáveis independentes: variação do lucro e presença de analistas de mercado, as quais foram controladas pelas variáveis de controle: tamanho da entidade, mensurado pelo logaritmo natural dos ativos da empresa; o crescimento, representado pelo *market to book* da entidade; a alavancagem, definida como a proporção entre o capital de terceiros e o capital próprio; e a crise econômica.

Quanto às estratégias de gerenciamento de impressões, foram observadas as métricas de tonalidade, obtida pela relação entre as palavras positivas e negativas; e legibilidade, observada a partir do comprimento das cartas do *CEO*. Diante da estatística descritiva, notou-se que as companhias brasileiras não apresentaram a utilização excessiva destas táticas de gerenciamento de impressões, indicando assim uma atitude cautelosa e conservadora das empresas, diante dos respectivos custos de divulgação e possíveis penalizações do mercado.

Sob a ótica da legibilidade, as variáveis: cobertura de analistas, tamanho da organização e crise econômica apresentaram uma relação direta e estatisticamente significativa, indicando que os *CEO*s das companhias brasileiras que são acompanhadas por profissionais de mercado, entidades maiores e em cenários de crise econômica utilizam da divulgação voluntária para fornecer mais informações ao mercado. Todavia, a evidenciação de cartas com maior volume de conteúdo não indica a presença de práticas oportunas, visto que as variáveis associadas com a redução de lucro e alavancagem, situações que poderiam refletir em atitudes oportunas, não apresentaram significância estatística.

Quanto à tonalidade, as variáveis: variação de lucros, cobertura de analistas e *Market to book* influenciaram de forma positiva e com significância estatística na adoção de termos considerados positivos nas cartas do *CEO*. Enquanto a alavancagem e crise econômica, situações adversas, possuem um reflexo negativo na tonalidade dos comunicados, ressaltando o cenário informativo destes comunicados.

A ausência de indícios que indiquem a divulgação das cartas do *CEO* sob o aspecto oportuno converge com os conceitos dos custos de divulgação, visto que os investidores e demais analistas de mercado podem constatar a adoção destas práticas e penalizar estas organizações. Desse modo, a utilização de termos positivos e o reporte de cartas com um maior volume de conteúdo ocorrerá quando as companhias possuírem resultados classificados como positivos, indicando assim, uma característica informativa destes respectivos comunicados.

Com isso, o presente estudo conclui que diante dos custos de divulgação, as companhias brasileiras de capital aberto evitam a adoção de práticas oportunas, e reportam cartas maiores e com tonalidade positiva quando as organizações detêm de respaldo para apresentar estas informações.

Vale ressaltar que a pesquisa apresentou algumas limitações, como: utilização de somente duas *proxies* de gerenciamento de impressões, uso de um dicionário de significados estático que não observa o contexto direto em que aquele termo foi utilizado para mensurar os tons, e análise da legibilidade a partir do tamanho das cartas. Entretanto, as limitações não desqualificam os resultados encontrados, mantendo assim, os achados relevantes para explicar o comportamento da amostra em análise.

Nesta perspectiva, fica o incentivo à realização de trabalhos futuros que objetivem investigar a carta do *CEO* e demais documentos de caráter voluntário, a partir de outras táticas de

gerenciamento de impressões, como por exemplo, a utilização de palavras complexas e atribuição dos resultados.

REFERÊNCIAS

Andrade, J. P. de, & Lucena, W. G. L. (2020). Práticas de Gerenciamento de Impressões em empresas de capital aberto do setor elétrico brasileiro. *Cuadernos de Contabilidad, 21*(21), 15. https://doi.org/10.11144/Javeriana.cc21.pgie

Almeida, K. K. N. D., & França, R. D. D. (2021). *Teorias aplicadas à pesquisa em contabilidade: Uma introdução às teorias econômicas, organizacionais e comportamentais*. UFPB.

Baginski, S. P., Demers, E., Wang, C., & Yu, J. (2011). *Understanding the role of language in management forecast press releases*. INSEAD. http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1773429

Bandeira, L. S., Ott, E., & Rover, S. (2022). Influência do potencial poluidor e do histórico de infrações ambientais na Evidenciação Ambiental Corporativa. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, *21*, e3262. https://doi.org/10.16930/2237-766220223262

Ben-Amar, W., & Belgacem, I. (2018). Do socially responsible firms provide more readable disclosures in annual reports? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 25*(5), 1009–1018. https://doi.org/10.1002/csr.1517

Beyer, A., Cohen, D. A., Lys, T. Z., & Walther, B. R. (2010). The financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of accounting and economics, 50*(2-3), 296–343. https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.10.003

Boudt, K., & Thewissen, J. (2019). Jockeying for position in CEO letters: Impression management and sentiment analytics. *Financial Management, 48*(1), 77–115. https://doi.org/10.1111/fima.12219

Bowen, R. M., Davis, A. K., & Matsumoto, D. A. (2005). Emphasis on pro forma versus GAAP earnings in quarterly press releases: Determinants, SEC intervention, and market reactions. *The accounting review*, *80*(4), 1011–1038. https://doi.org/10.2308/accr.2005.80.4.1011

Brennan, N. M., Guillamon-Saorin, E., & Pierce, A. (2009). Methodological Insights: Impression management: developing and illustrating a scheme of analysis for narrative disclosures–a methodological note. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, *22*(5), 789–832. https://doi.org/10.1108/09513570910966379

Bushee, B. J., Gow, I. D., & Taylor, D. J. (2018). Linguistic complexity in firm disclosures: Obfuscation or information?. *Journal of accounting research*, 56(1), 85–121. https://doi.org/10.1111/1475-679X.12179

Bushman, R. M., Piotroski, J. D., & Smith, A. J. (2004). What determines corporate transparency?. *Journal of accounting research*, *42*(2), 207–252. https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2004.00136.x

Cadorin, J. R., & Theiss, V. (2022). Gerenciamento de impressão das narrativas contábeis da Vale SA em detrimento do rompimento da barragem de Brumadinho. *Revista Mineira de Contabilidade*, 23(2), 32–42. https://doi.org/10.51320/rmc.v23i2.1344

Caglio, A., Melloni, G., & Perego, P. (2020). Informational content and assurance of textual disclosures: Evidence on integrated reporting. *European Accounting Review*, *29*(1), 55–83. https://doi.org/10.1080/09638180.2019.1677486

Caliskan, A. O., Esen, E., & Barkemeyer, R. (2021). Impression management tactics in the CEO statements of Turkish sustainability reports. *Business Ethics, the Environment & Responsibility, 30*(4), 485–506. https://doi.org/10.1111/beer.12374

Comissão de Pronunciamentos Contábeis – CPC 26 (R1). (2011). Apresentação das Demonstrações Contábeis.

Charitou, A., Floropoulos, N., Karamanou, I., & Loizides, G. (2018). Non-GAAP earnings disclosures on the face of the income statement by UK firms: the effect on market liquidity. *The International Journal of Accounting*, *53*(3), 183–202. https://doi.org/10.1016/j.intacc.2018.07.003

Che, S., Zhu, W., & Li, X. (2020). Anticipating corporate financial performance from CEO letters utilizing sentiment analysis. *Mathematical Problems in Engineering, 2020*(1), 5609272. https://doi.org/10.1155/2020/5609272

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. https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01125.x

Dye, R. A. (2001). An evaluation of 'essays on disclosure' and the disclosure literature in accounting. *Journal of Accounting and Economics, 32*(1-3), 181–235. https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00024-6

Guillamon-Saorin, E., Isidro, H., & Marques, A. (2017). Impression management and non-GAAP disclosure in earnings announcements. *Journal of Business Finance & Accounting, 44*(3-4), 448–479. https://doi.org/10.1111/jbfa.12238

Guillamon-Saorin, E., Osma, B. G., & Jones, M. J. (2012). Opportunistic disclosure in press release headlines. *Accounting and Business Research, 42*(2), 143–168. https://doi.org/10.1080/00014788.2012.632575

Hadro, D., Klimczak, K. M., & Pauka, M. (2021). Management's choice of tone in letters to shareholders: Sincerity, bias and incentives: La elección del tono de la dirección en las cartas a los accionistas: Sinceridad, sesgo e incentivos. *Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review, 24*(2), 202–219. https://doi.org/10.6018/rcsar.393181

Im, J., Kim, H., & Miao, L. (2021). CEO letters: Hospitality corporate narratives during the COVID-19 pandemic. *International Journal of Hospitality Management*, *92*, 102701. https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2020.102701

Isidro, H., & Marques, A. (2015). The role of institutional and economic factors in the strategic use of non-GAAP disclosures to beat earnings benchmarks. *European Accounting Review*, *24*(1), 95–128. https://doi.org/10.1080/09638180.2014.894928

Jonall, K., & Rimmel, G. (2010). CEO letters as legitimacy builders: coupling text to numbers. *Journal of Human Resource Costing & Accounting*, *14*(4), 307–328. https://doi.org/10.1108/14013381011105975

Jones, M. J., Melis, A., Gaia, S., & Aresu, S. (2020). Impression management and retrospective sense-making in corporate annual reports: Banks' graphical reporting during the global financial crisis. *International Journal of Business Communication*, *57*(4), 474–496. https://doi.org/10.1177/2329488417712010

Lei nº 6.404, 15 de dezembro de 1976. (1976). Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 17 dez. 1976.

Liu, P., & Nguyen, H. T. (2020). CEO characteristics and tone at the top inconsistency. *Journal of Economics and Business, 108*, 105887. https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2019.105887

Loughran, T. (2018). Linguistic tone and the small trader: Measurement issues, regulatory implications, and directions for future research. *Accounting, Organizations and Society*, *68*, 38–41. https://doi.org/10.1016/j.aos.2018.03.001

Malaquias, R. F., & Júnior, D. M. B. (2021). Positive tone in management reports and volatility of stock returns. *Global Business Review*, 1–15. http://dx.doi.org/10.1177/09721509211054279

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*, 295–320. https://doi.org/10.1007/s10997-015-9319-z

Mendonça, J. R. C., & Amantino-de-Andrade, J. (2003). Gerenciamento de impressões: em busca de legitimidade organizacional. *Revista de administração de empresas*, *43*, 36–48. https://doi.org/10.1590/S0034-75902003000100005

Merkl-Davies, D. M., & Brennan, N. M. (2007). Discretionary disclosure strategies in corporate narratives: incremental information or impression management?. *Journal of accounting literature*, *27*, 116–196.

Monteiro, A. F. (2021). O gerenciamento da impressão em relatórios de sustentabilidade influencia o nível de assimetria informacional?: estudo em empresas de capital aberto no Brasil. [Tese de doutorado, Universidade de Brasília]. Repositório Institucional: http://repositorio.unb.br/handle/10482/42481

Moreno, A., & Camacho-Miñano, M. D. M. (2024). Impression management in bankruptcy: An analysis of the narratives in listed companies. *Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review, 27*(1), 160–173. http://dx.doi.org/10.6018/rcsar.512151

O'Keefe, P. A. (2019). *The reporting of non-GAAP profit figures in Australia: an impression management perspective*. [Doctoral dissertation, University of Tasmania].

Oliveira, F. K. D. S., Souza, N. F., & Silva, R. B. (2023). Gerenciamento de impressão na pandemia de Covid-19: estudo em empresas do setor comercial listadas na [B]3. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC), 17*(4). https://doi.org/10.17524/repec.v17i4.3335

Pande, S., Singh, N., & Vishnani, S. (2024). Sustainability Narratives in CEO Letters of Tourism and Hospitality Companies–An Impression Management Perspective. https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2020.102701

Patelli, L., & Pedrini, M. (2014). Is the optimism in CEO's letters to shareholders sincere? Impression management versus communicative action during the economic crisis. *Journal of business ethics, 124*, 19–34. https://doi.org/10.1007/s10551-013-1855-3

Patelli, L., & Pedrini, M. (2015). Is tone at the top associated with financial reporting aggressiveness?. *Journal of business ethics, 126*(1), 3–19. https://doi.org/10.1007/s10551-013-1994-6

Robbins, S. P. (1999). *Comportamento Organizacional*. (8a ed.). LTC.

Rolim, M. V. (2024). Conteúdo emocional do relato integrado e desempenho econômico das companhias listadas na B3 com melhores práticas ESG. [Tese de doutorado, Universidade Federal de Uberlândia]. http://doi.org/10.14393/ufu.te.2023.568

Romito, S., & Vurro, C. (2021). Non-financial disclosure and information asymmetry: A stakeholder view on US listed firms. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 28*(2), 595–605. https://doi.org/10.1002/csr.2071

Rosenfeld, P. (1997). Impression management, fairness, and the employment interview. *Journal of business ethics*, *16*, 801–808. https://doi.org/10.1023/A:1017972627516

Salotti, B. M., & Yamamoto, M. M. (2005). Ensaio sobre a teoria da divulgação. *BBR-Brazilian Business Review*, *2*(1), 53–70.

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].

Souza, P. V. S. D., & Silva, P. B. D. (2020). Gerenciamento de tons das divulgações voluntárias nos press releases das companhias abertas brasileiras. https://doi.org/10.19094/contextus.2020.43366

Stoltzemburg, V. E. (2020). As estratégias de impression management através da mensagem da administração das entidades do sector bancário em Portugal. [Dissertação de mestrado não publicada, Instituto Politécnico de Lisboa, Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa]. http://hdl.handle.net/10400.21/13305

Telles, S. V., & Salotti, B. M. (2024). Readability and understandability of notes to financial statements. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios, 26*, e20230127. https://doi.org/10.7819/rbgn.v26i01.4251

Verrecchia, R. E. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics, 5*, 179–194. https://doi.org/10.1016/0165-4101(83)90011-3

Yan, B., Aerts, W., & Thewissen, J. (2019). The informativeness of impression management–financial analysts and rhetorical style of CEO letters. *Pacific Accounting Review, 31*(3), 462–496. https://doi.org/10.1108/PAR-09-2017-0063

Zaini, S. M., Samkin, G., Sharma, U., & Davey, H. (2018). Voluntary disclosure in emerging countries: a literature review. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, *8*(1), 29–65. http://dx.doi.org/10.1108/JAEE-08-2016-0069

CONFLITO DE INTERESSES

Os autores afirmam não haver conflito de interesses com relação a este trabalho submetido.

CONTRIBUIÇÕES DOS AUTORES

Funções	1ª autora	2º autor	3º autor	4º autor
Conceituação	♦	♦	♦	♦
Curadoria de dados	♦	♦	♦	♦
Análise Formal	♦			
Obtenção de financiamento				
Investigação	♦	♦	♦	
Metodologia				♦
Administração do projeto				♦
Recursos		♦		♦
Software			♦	♦
Supervisão	♦			♦
Validação				♦
Visualização	♦			♦
Escrita – primeira redação	♦	♦	♦	
Escrita – revisão e edição	♦			