

Mudanças Organizacionais e o impacto nos relatórios de gestão

O caso das empresas portuguesas cotadas em
bolsa

Trabalho Final na modalidade de Dissertação

apresentado à Universidade Católica Portuguesa
para obtenção do grau de mestre em Finanças

por

Francisco Barbosa Pontes

Católica Porto Business School

Dezembro 2019

Mudanças Organizacionais e o impacto nos relatórios de gestão

O caso das empresas portuguesas cotadas em
bolsa

Trabalho Final na modalidade de Dissertação
apresentado à Universidade Católica Portuguesa
para obtenção do grau de mestre em Finanças

por

Francisco Barbosa Pontes

sob orientação de
Professor Paulo Alves

Católica Porto Business School

Dezembro 2019

Agradecimentos

O principal agradecimento é especialmente endereçado ao meu orientador, Professor Paulo Alves, por toda a disponibilidade e conhecimento partilhado, que tornaram possível a elaboração desta tese e me proporcionou a possibilidade de uma nova aprendizagem à cerca de um tema tão interessante.

À minha família por todo o apoio e suporte durante todo este processo.

Resumo

Este estudo pretende averiguar o impacto provocado por uma mudança organizacional, nomeadamente de CEO ou de *Chairman*, nos seguintes atributos de texto: *length* (número de palavras do documento), *tone* (percentagem de palavras positivas no documento) e *readability* (*fog index* do documento). Este impacto é avaliado nas narrativas financeiras, nomeadamente nas secções MD&A, mensagem do CEO e mensagem do *Chairman*.

Os modelos de regressão utilizados são os presentes em El-Haj et al. (2017), aplicado aos relatórios de gestão das empresas portuguesas cotadas, que tivessem pelo menos um relatório escrito em inglês durante o período de 2005 a 2018.

Os resultados indicam que não existe impacto com relevância estatística de uma mudança de CEO ou *Chairman* ao nível da *length*, *tone* e *readability* das secções MD&A, secção específica de CEO e secção específica de *Chairman*. Existe, contudo, um pequeno efeito no *tone* relativo à secção MD&A que é afetado por uma mudança de *Chairman*.

Palavras-chave: CEO, *Chairman*, narrativas financeiras, *length*, *tone*, *readability*.

Abstract

This study tries to measure the impact of an organizational change, specifically in terms of CEO or Chairman, in the following attributes: length (document number of words), tone (document percentage of positive words) and readability (document fog index). This impact is measured on the financial narratives, specifically in the MD&A document, CEO letter and Chairman letter.

The regression models are from El-Haj et al. (2017). The used sample the Portuguese listed companies annual reports, which had at least one English written report over the period from 2005 to 2018.

The results show there is no statistically relevant impact of a CEO or Chairman change in terms of length, tone and readability of the MD&A, CEO and Chairman sections. With exception to the MD&A section tone which is affected by a Chairman change.

Keywords: CEO, Chairman, financial narratives, length, tone, readability.

Índice

Agradecimentos	iv
Resumo	vi
Abstract	viii
Índice de Tabelas	xii
1. Introdução.....	14
2. Revisão de Literatura	18
2.1. Componente narrativa vs Componente demonstrações financeiras.....	18
2.2. Length.....	19
2.3. Readability	21
2.4. <i>Tone</i>	23
2.5. Incentivos da gestão para manipular a forma de divulgação da componente narrativa	25
2.6. Mudança de <i>CEO/Chairman</i> e impacto na divulgação de informação financeira.....	27
3. Descrição dos dados.....	29
3.1. Recolha dos dados	29
3.2. Definição da amostra.....	29
4. Estudo Empírico	31
4.1. Modelo Empírico.....	31
4.2. Resultados obtidos.....	34
5. Conclusão.....	39
6. Referências bibliográficas	41

Índice de Tabelas

Tabela 1 - Resultados de estimação do modelo empírico para a variável <i>length</i> pelo método OLS	35
Tabela 2 - Resultados de estimação do modelo empírico para a variável <i>Tone</i> pelo método OLS	36
Tabela 3- Resultados de estimação para o modelo empírico da variável <i>Readability</i> pelo método OLS	38

1. Introdução

Este estudo pretende averiguar o impacto de uma mudança organizacional, nomeadamente a nomeação de um novo CEO ou *Chairman*, no relatório de gestão das empresas portuguesas cotadas em bolsa. A magnitude deste impacto é avaliada tendo em consideração a análise das narrativas constantes do relatório de gestão, visto este ser um veículo privilegiado na comunicação com os investidores em que os seus intervenientes beneficiam de uma maior capacidade discricionária face às demonstrações financeiras. Esta investigação recai sobre três secções da componente narrativa dos relatórios anuais, o relatório de gestão como um todo (MD&A¹) e as secções específicas do CEO e *Chairman*. Para esta análise utilizo três atributos de texto *length*, *tone* e *readability* El-Haj et al. (2017). Neste estudo: i) *length* refere-se à dimensão do documento medida pelo número de palavras; ii) *tone* refere-se à proporção entre palavras positivas e negativas, avaliando assim o tom em que o documento é redigido; e iii) *readability*, medida pelo *fog index* (Gunning 1968), que mede o número de anos de escolaridade necessários para um individuo conseguir compreender o documento que está a ler após primeira leitura. O principal objetivo é então verificar se nos anos em que se observa uma mudança ao nível de CEO ou *Chairman*, se tal alteração impacta as três características acima descritas nas secções mencionadas. O objetivo desta análise é compreender se existe um cunho pessoal nas narrativas financeiras da empresa ou, se por outro lado, as narrativas são essencialmente institucionais e resistem à mudança de elementos chave na organização.

Durante o processo de investigação do tema, surgiu em diversos estudos, a tentativa de estabelecer uma conexão entre *length*, *readability* e *tone* com as

¹ *Management Discussion and Analysis*, que aqui é usado indistintamente como sinónimo do relatório de gestão.

características do texto presente na componente narrativa. Por exemplo, Li (2008) relaciona o atributo *readability* (legibilidade) com a persistência dos rendimentos da empresa, pois segundo este, empresas com relatórios anuais mais complicados têm uma persistência mais reduzida ao nível dos seus rendimentos quando estas são rentáveis. Isto outorga que em determinadas circunstâncias os órgãos máximos de gestão possam optar por introduzir o seu cunho pessoal nestas secções. Na sua análise, Li (2008) também justificou a possibilidade de utilização de um documento mais extenso (*higher length*), afirmando que empresas com receitas mais reduzidas e com uma menor persistência de resultados positivos têm relatórios anuais mais longos (*higher length*). Já no que concerne ao *tone*, Davis et al. (2011) descobriram que esta medida está positivamente associada com ROA (*return on assets*) futuro e gera uma resposta de Mercado significativa no curto prazo em torno da data de anúncio dos resultados. O que deixa novamente implícita a ideia de introdução de uma marca pessoal nesta componente mais discricionária.

Este estudo torna-se particularmente pertinente, pois para além de abordar uma temática muito interessante, permite aferir se a parte narrativa dos relatórios de gestão é redigida com o intuito de tanto CEO como *Chairman* transmitirem ideias e sensações próprias face ao contexto financeiro da empresa, ou se por outro lado estas secções (MD&A, mensagem do CEO, mensagem do *Chairman*) são escritas de forma meramente institucional. Neste trabalho é introduzido o potencial efeito diferenciador de uma mudança organizacional, de forte cariz estrutural, como é o caso de uma nova nomeação de um CEO ou *Chairman*. O outro elemento diferenciador, incide na circunstância do estudo ser feito com uma amostra de empresas portuguesas cotadas, sendo que as investigações feitas por outros autores sobre temas conexos recaem sobre empresas de outros mercados. A elaboração deste projeto foi executada com base nos modelos de regressão de El-Haj et al. (2017) para

tone, length e readability. Os dados relativos à mudança de CEO ou *Chairman* foram retirados dos relatórios e contas das empresas portuguesas cotadas, que tinham pelo menos um relatório escrito em inglês entre o período de 2005 a 2018. A restrição patenteada atrás de que os relatórios tinham de estar redigidos em inglês, refere-se ao facto da ferramenta CFIE-FRSE (El-Haj et al. 2017), que extrai a informação textual das narrativas e a transforma em dados numéricos, que permitem assim o cálculo dos valores das variáveis explicadas associadas a *tone, length e readability*, estar alicerçada em listas de palavras da língua inglesa. As restantes variáveis foram extraídas da Datastream da Thomson Reuters. Os resultados das estimativas foram obtidos pelo método OLS.

Os resultados obtidos demonstram que não existe significância estatística por parte das variáveis indicador para mudança de CEO ou *Chairman* nas variáveis explicadas *tone, length e readability*, para as três secções, MD&A, mensagem do CEO e mensagem do *Chairman*. Tal induz imediatamente que existe uma forte probabilidade, de no contexto português estas secções serem escritas de forma padronizada, com alguma probabilidade de serem redigidas por terceiros (no caso do CEO e *Chairman*), correspondendo-lhes apenas comentar os mesmos. No entanto verificou-se uma exceção. A mudança de *Chairman* apresentou significância estatística, com coeficiente negativo, no que à concerne explicação da variável explicada *Tone* para a secção MD&A. Tal poderá significar que aquando de uma nova nomeação de *Chairman*, este novo agente opta por uma postura mais cautelosa com recurso a menos palavras otimistas (palavras tidas como positivas).

A estrutura deste trabalho, após a introdução, tem mais quatro capítulos. Em primeiro lugar a revisão de literatura, em que são apresentados conceitos essenciais e estudos feitos por diferentes autores à cerca de temas similares e de interesse para este meu trabalho. De seguida, é apresentado um capítulo relativo à descrição dos dados, enfatizando como estes foram recolhidos e como

foi elaborada a definição da amostra. O terceiro ponto, logo quarto capítulo, incide sobre o estudo empírico, com a definição do modelo adotado e posteriormente com a apresentação dos resultados de estimação obtidos. No último capítulo, são apresentadas as conclusões, as respectivas limitações do estudo e também sugestões para indagações futuras.

2. Revisão de Literatura

2.1. Componente narrativa vs Componente demonstrações financeiras

Alves et al. (2016) estabelece a necessidade de delimitar de forma precisa a diferença entre o relatório de gestão e as demonstrações financeiras. Tal imperatividade prende-se com o facto de na primeira haver um livre arbítrio na forma como a informação financeira é divulgada sobre moldes de texto. Na segunda, devido ao normativo contabilístico, a forma e as narrativas da informação financeira são mais padronizadas. Alves et al. (2016) mencionam que os conteúdos estão também divididos em componente de demonstrações financeiras auditadas do relatório e *front-end* que é a componente correspondente ao relatório de gestão, estando dividida num conjunto de secções genéricas do relatório anual incluindo, *letter to shareholders*, *CEO review*, *CFO review*, *aggregate performance commentary*, *governance statements*, *remuneration reports*, e *residual content*.

Beattie et al. (2004) afirmam que mundialmente, a comunicação narrativa nos relatórios anuais é vista como o elemento crucial para atingir o tão desejado passo de mudança na qualidade da divulgação da empresa e os reguladores estão a focar atenções na *management discussion* e *analysis statement* no relatório anual.

Para Rutherford (2005) entre as restrições que afetam as narrativas dos relatórios das empresas, destaca-se a necessidade de alinhar a informação contida nas narrativas com a das demonstrações financeiras numéricas, tanto para obter credibilidade para a narrativa com seus leitores quanto para satisfazer os requisitos regulatórios.

Logo espera-se que ocorra o que mencionam Brennan et al. (2009), em que nas explicações narrativas de performance, é assumido que a gestão irá agir conforme os seus interesses e irá atribuir fracas performances a fatores externos ou a outros fatores fora do seu controlo, e atribuir boas performances a fatores internos.

2.2. Length

A dimensão (ou *length*), na literatura académica é utilizada por vários autores de forma a caracterizar atributos de texto relativo à divulgação de informação financeira da empresa. Este é visto, pela maioria dos autores, como sendo a quantidade de texto presente numa determinada divulgação financeira. Os documentos mais longos (*lengthy*) são normalmente associados a informação financeira de pior qualidade e mais complexa (Barker 2002).

Uma das principais vantagens da utilização da *length* para avaliar as características do texto contido na parte narrativa dos relatórios anuais prende-se com o facto de ser mais fácil de calcular e de entender (Li 2008).

Segundo El-Haj et al. (2017), a *length* de um relatório de uma determinada empresa, num dado ano fiscal, mede-se pelo número de palavras ou o número de páginas do mesmo. Neste caso específico, a análise é feita à componente narrativa do relatório financeiro.

No caso de Li (2008) este considera que por intuição documentos mais longos têm um maior efeito de dissuasão e requerem custos de informação mais elevados. Permitindo aos gestores a utilização desta característica por forma a tornar os relatórios anuais menos transparentes e de modo a esconder informação adversa dos investidores. Na sua análise, concluiu que empresas com receitas mais reduzidas e com uma menor persistência de rendimentos positivos têm relatórios anuais mais longos (*higher length*). Este autor focou o

seu estudo em duas subsecções deliberações e análises dos gestores e as notas das demonstrações financeiras.

Lang & Stice-Lawrence (2015) descrevem este atributo como sendo a quantidade de informação divulgada como medida do relatório anual. Na análise regressiva, esta variável é definida como sendo o número de palavras nas secções de texto dos relatórios anuais. Estes analisaram o efeito provocado pela adoção das normas *International Financial Reporting Standards* (IFRS) em empresas fora dos EUA e concluíram que os aumentos registados a este nível eram originados pelas secções de divulgação financeira instrumentos financeiros, compensações, políticas contabilísticas e performance financeira geral.

Lang et al. (2016) incidiram o seu estudo na evolução da divulgação de informação financeira por parte das empresas em formato 10-K (formato padronizado utilizado nos EUA). Uma das características textuais utilizadas foi a *length*. Esta foi aplicada a quatro diferentes secções, performance, cumprimento com standards específicos de divulgação e contabilidade, divulgação específica da indústria e divulgação relativa a funcionários. O estudo demonstra que apenas divulgação relativa ao cumprimento com standards específicos de divulgação e contabilidade aumentaram substancialmente ao longo do tempo. Dentro desta categoria três tópicos explicam a grande maioria do aumento, são eles, informação relativa a justo valor e imparidades, controlos internos e fatores de risco.

2.3. Readability

Este é mais um atributo muito utilizado para descrever o tipo de linguagem utilizada nas secções de texto das divulgações financeiras.

A ideia generalizada segundo a maioria dos autores de literatura neste âmbito, descrevem a *readability* como sendo o grau de complexidade da linguagem utilizada nas secções de texto dos relatórios anuais. Lehavy et al. (2011) apresentaram evidência em que a *readability* afeta tanto investidores como analistas.

Li (2008) utiliza o *Fog Index* (conhecido como *Gunning Fog Index*, a sua fórmula estima o número de anos de educação formal que o leitor necessita para compreender o texto à primeira leitura – Gunning (1968)) para medir o grau de complexidade ao nível da legibilidade do documento. Segundo este, a intuição é que, tudo o resto igual, mais sílabas por palavra e mais palavras por frase tornam um documento de leitura mais difícil. O autor concluiu que este atributo está relacionado com a persistência dos rendimentos da empresa, pois empresas com relatórios anuais mais complicados têm uma persistência mais reduzida ao nível dos seus rendimentos quando estas são rentáveis. Além disso, também obteve que os relatórios anuais de empresas com proveitos reduzidos são também eles de leitura mais difícil.

Lang & Stice-Lawrence (2015) não utilizam diretamente o termo *readability* na sua análise, tendo optado por *boilerplate* que é uma avaliação ao grau de redundância do texto em questão. Apesar disso, estes acreditam que tanto a redundância como a baixa legibilidade aumentam a dificuldade dos utilizadores das demonstrações financeiras em extrair a informação disponível nestas, aumentando assim os seus custos de aquisição da informação.

Alves et al. (2016) verificaram, com validação estatística de grande amostra usando um conjunto de relatórios publicados por empresas não financeiras do London Stock Exchange (LSE), que a legibilidade (*readability*) do relatório varia previsivelmente com fatores regulatórios e económicos. Na visão dos autores, era esperado que narrativas ligadas a cumprimentos regulatórios fossem caracterizadas por linguagem mais complexa, devido à maior incidência de um estilo de escrita técnico e legal. Logo seria expectável que a carta do *Chairman* fosse exibir maior legibilidade (*fog index* mais reduzido) comparativamente com as demonstrações financeiras e relatórios de remuneração contidos no mesmo relatório.

Cazier & Pfeiffer (2015b) sugere que variáveis como dimensão, composição da indústria, complexidade, eventos únicos, litigação e supervisão do SEC afetam atributos textuais como é o caso da legibilidade (*readability*).

Loughran & McDonald (2014) seguem uma abordagem diferente no que concerne à avaliação da *readability*, estes consideram que sendo o tradicionalmente utilizado *Fog Index*, algumas vezes também mencionado como *Gunning-Fog* após a sua criação, definido como uma combinação linear da dimensão média de cada frase e a proporção de palavras complexas. Estes consideram que destas duas componentes, uma não é devidamente específica e a outra é difícil de medir. Então sugerem como melhor opção um documento de formato 10-K por ser um indicador simples que supera o Fog Index, não requer análise do documento, facilita a replicação e está correlacionada com construções de legibilidade (*readability*) alternativas. Visto que estes defendem que no contexto das divulgações financeiras, o objetivo da *readability* deverá ser a comunicação efetiva de informação de avaliação relevante, independentemente de ser diretamente interpretada ou assimilada por investidores independentes e distribuída por analistas profissionais. Pois estes assumem que, documentos melhor redigidos geram menos ambiguidade na

avaliação, como é refletido na baixa volatilidade preço das ações no período imediatamente seguinte ao preenchimento.

No caso de Lehavy et al. (2011), tal como a maioria dos investigadores, recorreu ao *Fog Index* para analisar a *readability*. Estes focaram-se na análise dos relatórios em formato 10-K por, em primeiro lugar, os requisitos 10-K serem exigidos para todas as empresas transacionadas publicamente e são frequentemente citadas como um input nas decisões dos investidores e analistas financeiros (Previts et al. 1994; Rogers & Grant 1997). Segundo, tanto a SEC como a imprensa têm criticado empresas pela complexidade da sua linguagem nestes requisitos e o efeito desta complexidade nos investidores (Schroeder 2002). Por último, estes consideram que os registos 10-K contêm um montante significativo de comunicação escrita ou narrativa para usar na interpretação da *readability*. Por estas razões elencadas, os autores acreditam que os registos neste formato 10-K são um interessante contexto de análise da *readability* da comunicação da empresa nas atividades dos analistas financeiros.

2.4. *Tone*

Esta característica é utilizada para descrever o registo linguístico utilizado nas narrativas. Este prende-se com a diferença entre palavras descritas como positivas e aquelas que são tidas como negativas. Isto permite aferir com mais exatidão o real estado financeiro atual e previsional de determinada empresa. Henry (2008) define *tone* no seu estudo como a capacidade de influência de uma comunicação, que está estritamente relacionada com o papel associado às divulgações de resultados porque muitas técnicas de promoção aplicadas numa divulgação irão criar um *tone* positivo.

Davis et al. (2011) usando categorias derivadas da teoria linguística, contaram palavras caracterizadas como otimistas e pessimistas e construíram

uma medida de linguagem otimista líquida dos gestores para cada divulgação oficial de resultados. Descobriram que esta medida está positivamente associada com os *return on assets* (ROA) futuros e gera uma resposta de mercado significativa no curto prazo em torno da data de anúncio dos resultados.

Já Henry & Leone (2016) para avaliarem as listas de palavras alternativas e os seus pesos para medidas de *tone* de frequência de palavras usando anúncios retirados da *Securities and Exchange Commission*(SEC). Para cada documento calcularam medidas de *tone* alternativas. E apresentaram evidência que medidas de *tone* de frequência de palavras baseadas em listas de palavras de domínio específico, quando comparadas com listas de palavras generalizadas, preveem melhor a reação de mercado a anúncios de resultados, têm maior poder estatístico em eventos de estudo de curto prazo, e exibem um desvio pós anúncio mais consistente economicamente.

Um ponto essencial na medição do *tone* é a atribuição de conotação negativa a determinadas palavras. Nesse sentido Loughran & McDonald (2011) mostraram que listas de palavras desenvolvidas para outras disciplinas classificam incorretamente palavras comuns em texto financeiro. Numa grande amostra de relatórios em formato 10-K quase três quartos das palavras identificadas como negativas pelo vastamente utilizado dicionário de Harvard são palavras tipicamente não consideradas negativas em contextos financeiros. Estes desenvolveram uma lista de palavras negativas alternativa, além de outras cinco listas de palavras, que refletem melhor o *tone* no texto financeiro.

Alves et al. (2016) fizeram uma análise entre secções do mesmo relatório e concluíram que os resultados demonstram que o *tone* para cada secção independente prevê resultados futuros para além de resultados atuais e um

vetor de outras variáveis identificadas por investigação anterior como previsionais para performance futura.

2.5. Incentivos da gestão para manipular a forma de divulgação da componente narrativa

Vários estudos apresentam análises que concluem uma ligação direta entre o tipo de linguagem usada na componente narrativa e a tentativa da gestão transmitir a mensagem que lhe é mais conveniente sobre o ponto de vista financeiro da empresa. Por exemplo Leary & Kowalski (1990) abordaram o tema *impression management* que referem como sendo o processo pelo qual indivíduos tentam controlar as perceções de outros. Já Neu (1991) e Neu et al. (1998) afirmam que no contexto de divulgação empresarial, *impression management* ocorre quando a gestão seleciona informação para divulgar e a apresenta de uma forma que distorce a perceção do leitor relativamente aos resultados da empresa. Brennan et al. (2009) conclui então que este tipo de divulgação ocorre predominantemente em divulgações narrativas menos reguladas que se focam em interpretar resultados financeiros.

El-Haj et al. (2017) que se focaram em casos onde as avaliações do negócio são mais positivas que a carta do *Chairman* correspondente, e conseqüentemente onde o otimismo aparente da gestão não é partilhado pelo conselho de administração. Consistente com o tom exagerado da gestão refletindo uma tentativa de ofuscar, estes descobriram que estes casos são caracterizados por uma fraca performance corrente e demonstram reduzido poder previsionais de resultados futuros. Tais conclusões são consistentes com a ideia de existir uma manipulação propositada da componente narrativa por forma a transmitir uma mensagem mais conveniente para a gestão da empresa. Rutherford (2005) afirma que, devido ao facto das análises previsionais frequentemente incluírem um elemento subjetivo, o tom tanto como o conteúdo das descrições narrativas

podem influenciar o leitor. As empresas gerem as suas divulgações aos *stakeholders*, incluindo narrativas contabilísticas, estrategicamente enquanto também reagem taticamente a circunstâncias específicas e emitem repostas relativamente mecanizadas a códigos regulatórios e estímulos similares Gibbins et al. (1990).

Dentro deste padrão de análise da forma de comunicar a componente narrativa Smith & Taffler (2000) examinaram especificamente a existência de uma associação entre o conteúdo da declaração do *Chairman* e o fracasso da empresa. E demonstraram que estas declarações estão intimamente relacionadas com a performance financeira, reforçando o argumento que tais divulgações não auditadas contêm informação importante.

Merkel-Davies & Brennan (2007) exploraram porquê, como e se aqueles que redigem as narrativas da empresa usam as divulgações discricionárias nos documentos narrativos das empresas e porquê, como e se os utilizadores lhes reagem. E concluíram que a maioria dos estudos orientados nesse sentido adotam uma perspetiva de gestão impressionista. Afirmando que os enviesamentos nas investigações adjacentes a este campo de pensamento têm gerado evidência que sugere que estratégias de divulgação arbitrária são conduzidas por comportamentos de gestão oportunistas. Assim a evidência sugere que as empresas se comprometem com a gestão impressionista enfatizando as boas notícias e usando atributos de performance.

Li (2008) estudou a relação entre a legibilidade dos relatórios anuais e a performance da empresa e a sua persistência de resultados positivos. Este concluiu que, primeiramente, os relatórios anuais de empresas com fracas performances são mais difíceis de ler. Segundo, que os lucros das empresas com relatórios anuais que são mais fáceis de ler são mais persistentes desde o ano seguinte até quatro anos subsequentes. Logo, o autor observou que os gestores

poderão a escolher oportunisticamente a legibilidade dos relatórios anuais, por forma a esconder informação dos investidores.

2.6. Mudança de CEO/*Chairman* e impacto na divulgação de informação financeira

Uma mudança estrutural no que concerne à composição dos órgãos máximos de gestão de uma empresa pode acarretar mudanças ao nível de discurso referente à componente narrativa que induzam em ideias dúbias face ao real estado financeiro atual e futuro da empresa. Godfrey et al. (2005) no seu estudo relativo à gestão de resultados e comportamentos impressionistas nos casos de ocorrência de mudança de CEO, argumentaram que se houvesse evidência consistente com ambas as hipóteses de gestão de resultados e *impression management behaviour* nos períodos da e após mudança de CEO, então a natureza aditiva desta evidência iria suportar o oportunismo como explicação. Mas os resultados apenas suportavam parcialmente estes argumentos. Havia alguma evidência de menor gestão de resultados no período t (*accruals* inesperadamente negativos, no geral, e principalmente para as demissões do CEO), mas nenhuma evidência para *impression management* desfavorável em t , o que iria suportar o argumento de gestão oportunista como justificação.

Apesar da escassez de estudos na questão específica do impacto da mudança de CEO na componente narrativa começa a ser possível depreender por estudos relacionados, que não há uma ligação óbvia e direta entre a mudança de CEO e a alteração do registo textual utilizado nesta componente.

Numa perspetiva diferente mas também relacionada com a mudança de CEO e os impactos narrativos da mesma, Graffin et al. (2011) desenvolveram e testaram uma teoria à cerca do ruído estratégico adjacente às nomeações de um CEO. Ruído estratégico é uma forma antecipada e preferencial de *impression management*. Na altura de anunciar um novo CEO, o conselho de administração

tenta influenciar as sensações dos *stakeholders*, disponibilizando simultaneamente informação dissuasora à cerca de outros eventos relevantes. O estudo destes autores transmite assim uma ideia diferenciada de manipulação de atributos textuais aquando de uma mudança estrutural na empresa.

Cohen & Lou (2012) descobriram que as mudanças de linguagem referentes à equipa executiva (CEO e CFO), e sobre litígios e ações judiciais, são especialmente informativas para resultados futuros, assim como o aumento do uso de palavras conhecidas como sendo de "sentimento negativo". É possível então depreender pela ideia expressada pelos autores, que uma eventual mudança de CEO e conseqüente mudança de linguagem, pode servir como um bom indicador para prever o estado financeiro futuro da empresa.

3. Descrição dos dados

3.1. Recolha dos dados

A elaboração do meu estudo requereu uma recolha de dados por três vias. Primeiramente através da consulta dos relatórios e contas de empresas portuguesas cotadas que tivessem pelo menos um relatório escrito em inglês durante o período de 2005 a 2018, por forma a identificar mudanças ao nível de CEO e *Chairman*. De seguida através da ferramenta CFIE-FRSE que extrai de forma estruturada os dados referentes às características textuais (*length, readability, tone*) utilizadas nesta análise. E por último, foi necessário o recurso à Datastream da Thomson Reuters por forma a extrair dados financeiros para construir as variáveis explicativas do modelo utilizado.

3.2. Definição da amostra

A minha análise baseou-se no estudo feito por El-Haj et al. (2017), por conseguinte, a ferramenta por estes elaborada extraí, sobre a forma de números, características textuais tendo por base palavras-chave escritas em inglês. Tal requisito obrigou logo numa fase embrionária a uma restrição na minha amostra, que não poderia abranger assim todas as empresas portuguesas cotadas em bolsa, mas sim apenas aquelas que durante o meu período de investigação tivessem pelo menos um relatório e contas escrito em inglês. Esta restrição juntamente com o facto de algumas empresas terem saído do mercado e/ou se terem extinguido diminuiu a quantidade de observações relativas a combinações empresa-ano.

Para além disso, a minha proposta de estudo incidia sobre o impacto da mudança de CEO e *Chairman* na *MD&A section* e também de forma

individualizada nas secções específicas de CEO e *Chairman* separadamente. Logo a minha seleção de dados relativos à extração total feita pela ferramenta estava condicionada a estes fazerem parte destas secções específicas. E, tendo em conta o grau elevado de discricionariedade na introdução destas secções, principalmente nas que se referem especificamente às intervenções tanto do CEO como do *Chairman*, ocorreram situações de inexistência de valores.

4. Estudo Empírico

4.1. Modelo Empírico

Como mencionado anteriormente, o modelo empírico utilizado no meu trabalho tem por base o estudo efetuado por El-Haj et al. (2017). Estes utilizaram *tone*, *readability* e *length* como atributos textuais das *MD&A sections* a serem analisados como forma de prever *future earnings*. Como tal, utilizei as regressões por estes elaboradas para explicar cada um destes atributos textuais das narrativas e introduzi as variáveis indicador referentes às mudanças de *Chairman* e CEO. Esta análise foi replicada nas secções específicas assinadas tanto pelo *Chairman* como pelo CEO para analisar o impacto destas mudanças ao nível da forma de divulgação da informação financeira da empresa.

Para a variável *length*, foram utilizados três modelos de regressão, um para a *MD&A section*, outro para a secção específica do CEO e outra para a secção específica do *Chairman*. Que foram as seguintes:

$$\text{length_MD\&A}^{k_{it}} = \beta_0 + \beta_1 DCEO_{it} + \beta_2 DChairman_{it} + \beta_3 \text{size}_{it} + \beta_4 \text{loss}_{it} + \beta_5 \text{BTM}_{it} + \beta_6 \text{ReturnVol}_{it} + \beta_7 \text{Segments}_{it} + \beta_8 \text{length_financials}_{it} + \phi + \gamma_{it}$$

$$\text{length_CEO}^{k_{it}} = \kappa_0 + \kappa_1 DCEO_{it} + \kappa_2 \text{size}_{it} + \kappa_3 \text{loss}_{it} + \kappa_4 \text{BTM}_{it} + \kappa_5 \text{ReturnVol}_{it} + \kappa_6 \text{Segments}_{it} + \kappa_7 \text{length_financials}_{it} + \phi + \sigma_{it}$$

$$\text{length_Chairman}^{k_{it}} = \gamma_0 + \gamma_1 DChairman_{it} + \gamma_2 \text{size}_{it} + \gamma_3 \text{loss}_{it} + \gamma_4 \text{BTM}_{it} + \gamma_5 \text{ReturnVol}_{it} + \gamma_6 \text{Segments}_{it} + \gamma_7 \text{length_financials}_{it} + \phi + \nu_{it}$$

Onde a variável $\text{length_MD\&A}^{k_{it}}$, representa o número de palavras da secção da gestão da empresa *i* no ano *t*. A variável $\text{length_CEO}^{k_{it}}$ representa o número de palavras da secção relativa às intervenções do CEO da empresa *i* no ano *t*. A

variável $\text{length_Chairman}^k_{it}$ representa o número de palavras da secção relativa às intervenções do *Chairman* da empresa i no ano t . A variável DCEO_{it} representa uma variável indicador igual a um se tiver havido mudança de CEO, ou zero caso contrário, na empresa i no ano t . A variável DChairman_{it} representa uma variável indicador igual a um se tiver havido mudança de *Chairman*, ou zero caso contrário, na empresa i no ano t . A variável size_{it} representa o logaritmo do total de ativos, da empresa i no ano t . A variável loss_{it} representa uma variável indicador igual a um se os resultados de operações contínuas forem negativos, ou zero caso contrário. A variável BTM_{it} representa o rácio *book-to-market* e serve de *proxy* para os ativos intangíveis, da empresa i no ano t . A variável ReturnVol_{it} representa o desvio padrão do dos *monthly stock returns* durante o ano t , da empresa i no ano t . A variável Segments_{it} representa o número de segmentos de negócio e *proxies* para a complexidade organizacional. A variável $\text{length_financials}_{it}$ representa o número de palavras da componente *financials* do relatório anual, da empresa i no ano t . ϕ representa os efeitos fixos de indústria e ν_{it} , σ_{it} e ν_{it} representam os resíduos de cada regressão respetivamente.

Para a variável *Tone*, foram utilizados três modelos de regressão, um para a *MD&A section*, outro para a secção específica do CEO e outra para a secção específica do *Chairman*. Que foram as seguintes:

$$\text{Tone_MD\&A}_{it} = \delta_0 + \delta_1 \text{DCEO}_{it} + \delta_2 \text{DChairman}_{it} + \delta_3 \text{Earn}_{it} + \delta_4 \text{BTM}_{it} + \delta_5 \text{ReturnVol}_{it} + \delta_6 \text{Crisis}_{it} + \delta_7 \text{Return}_{it} + \delta_8 \text{size}_{it} + \delta_9 \text{ACC}_{it} + \phi + \xi_{it}$$

$$\text{Tone_CEO}_{it} = \text{F}_0 + \text{F}_1 \text{DCEO}_{it} + \text{F}_2 \text{Earn}_{it} + \text{F}_3 \text{BTM}_{it} + \text{F}_4 \text{ReturnVol}_{it} + \text{F}_5 \text{Crisis}_{it} + \text{F}_6 \text{Return}_{it} + \text{F}_7 \text{size}_{it} + \text{F}_8 \text{ACC}_{it} + \phi + \mu_{it}$$

$$\text{Tone_Chairman}_{it} = \text{W}_0 + \text{W}_1 \text{DChairman}_{it} + \text{W}_2 \text{Earn}_{it} + \text{W}_3 \text{BTM}_{it} + \text{W}_4 \text{ReturnVol}_{it} + \text{W}_5 \text{Crisis}_{it} + \text{W}_6 \text{Return}_{it} + \text{W}_7 \text{size}_{it} + \text{W}_8 \text{ACC}_{it} + \phi + \zeta_{it}$$

Onde a variável $Tone_MD\&A_{it}$ representa a percentagem de palavras positivas da secção de gestão da empresa i no ano t . A variável $Tone_CEO_{it}$ representa a percentagem de palavras positivas da secção relativa às intervenções do CEO, da empresa i no ano t . A variável $Tone_Chairman_{it}$ representa a percentagem de palavras positivas da secção relativa às intervenções do *Chairman*, da empresa i no ano t . A variável $Earn_{it}$ representa os *earnings per share from continuing operations scaled by lagged price*, da empresa i no ano t . A variável $Crisis_{it}$ representa uma variável indicador igual a um para os relatórios publicados durante o período da crise financeira (junho de 2007 até dezembro de 2010), da empresa i no ano t . A variável $Return_{it}$ representa os *cumulative stock returns* para o ano fiscal, da empresa i no ano t . A variável ACC_{it} representam os *accruals* da empresa i no ano t . ξ_{it} , μ_{it} , ζ_{it} representam os resíduos de cada regressão respetivamente. As restantes variáveis explicativas destes modelos referentes ao *Tone*, são definidas da mesma forma que foram anteriormente descritas nos modelos referentes à *length*.

Para a variável *Readability*, foram utilizados dois modelos de regressão, um para a secção específica do CEO e outra para a secção específica do *Chairman*. Que foram as seguintes:

$$Readability_CEO_{it} = \lambda_0 + \lambda_1 DCEO_{it} + \lambda_2 loss_{it} + \lambda_3 nonrec_{it} + \lambda_4 BTM_{it} + \lambda_5 Segments_{it} + \lambda_6 size_{it} + \lambda_7 ReturnVol_{it} + \lambda_8 EarnVol_{it} + \phi + \varphi + \pi_{it}$$

$$Readability_Chairman_{it} = \tau_0 + \tau_1 DChairman_{it} + \tau_2 loss_{it} + \tau_3 nonrec_{it} + \tau_4 BTM_{it} + \tau_5 Segments_{it} + \tau_6 size_{it} + \tau_7 ReturnVol_{it} + \tau_8 EarnVol_{it} + \phi + \varphi + \psi_{it}$$

Onde a variável $Readability_CEO_{it}$ representa o *Fog index* Gunning (1968) para a secção relativa às intervenções do CEO, da empresa i no ano t , calculado usando o algoritmo Svoboda's (2013). A variável $Readability_Chairman_{it}$ representa o *Fog index* Gunning (1968) para a secção relativa às intervenções do *Chairman*, da empresa i no ano t , calculado usando o algoritmo Svoboda's

(2013). A variável nonrec_{it} representa uma variável indicador igual a um se os *GAAP earnings* incluem itens excepcionais negativos, e zero caso contrário, para a empresa i no ano t . A variável EarnVol_{it} representa o desvio padrão dos *earnings per share* para o período de três anos finalizado no ano t , para a empresa i . φ representa efeitos fixos de ano. π_{it} e ψ_{it} representam os resíduos de cada regressão respectivamente. As restantes variáveis explicativas destes modelos referentes à *Readability*, são definidas da mesma forma que foram anteriormente descritas nos modelos referentes à *length*.

4.2. Resultados obtidos

Os resultados de estimação obtidos para os modelos relativos à variável explicativa *length*, são os apresentados na seguinte tabela:

Variáveis	length_MD&	length_CE	length_Chairman
	A	O	n
DCEO	-1521,53 (4228,51)	-215,23 (232,82)	
Dchairman	717,66 (5798,60)		8,78 (177,82)
Loss	-1330,98 (3580,36)	788,58** (372,03)	155,62 (192,73)
BTM	-804,52 (914,32)	-65,11 (42,83)	19,99 (51,89)
Segments	287,17 (791,49)	-31,05 (104,40)	-59,11 (48,58)
Size	7068,67** (3022,13)	543,58** (210,39)	49,00 (111,06)
ReturnVol	9422,40	-742,12	-1452,65

	(16540,23)	(1489,19)	(1339,42)
length_financials	0,80***	0,00	0,00
	(0,07)	(0,01)	(0,00)
Efeitos fixos de indústria	Sim	Sim	Sim
R-squared	0,89	0,71	0,69
N	330	101	60

Tabela 1 - Resultados de estimação do modelo empírico para a variável *length* pelo método OLS

Nota:

- ⇒ A tabela está dividida em três colunas, cada uma delas referente ao modelo de regressão da variável explicada *length* para cada uma das respectivas secções
- ⇒ Entre parêntesis estão os desvios-padrão heteroscedásticos robustos.
- ⇒ *, **, *** representa os coeficientes significativos a níveis de significância menores que 1%, entre 1% e 5%, entre 5% e 10%, respetivamente

Com os resultados obtidos, foi possível verificar que tanto a variável DCEO como a variável DChairman, não são estatisticamente significativas para explicarem as variáveis explicadas *length_MD&A*, *length_CEO* e *length_Chairman*, referentes ao número de palavras de cada secção específica.

Os resultados de estimação obtidos para os modelos relativos à variável explicativa *Tone*, são os apresentados na seguinte tabela:

Variáveis	Tone_MD&A	Tone_CEO	Tone_Chairman
DCEO	0,14 (0,04)	-0,26 (0,99)	
Dchairman	-0,13* (0,05)		-0,18 (0,22)

BTM	0,01 (0,01)	0,00 (0,01)	0,04 (0,05)
size	0,15* (0,05)	0,27*** (0,14)	0,52* (0,17)
ReturnVol	-0,55** (0,21)	-1,33 (0,94)	2,65 (2,14)
Earn	0,01 (0,01)	-0,00 (0,01)	0,94 (0,83)
Crisis	-0,03 (0,03)	-0,21** (0,08)	-0,03 (0,12)
Return	0,08* (0,02)	0,11 (0,09)	0,23 (0,16)
ACC	0,00 (0,00)	0,00 (0,00)	0,00 (0,00)
Efeitos fixos de indústria	Sim	Sim	Sim
R-squared	0,57	0,73	0,73
N	263	83	43

Tabela 2 - Resultados de estimação do modelo empírico para a variável *Tone* pelo método OLS

Nota:

- ⇒ A tabela está dividida em três colunas, cada uma delas referente ao modelo de regressão da variável explicada *Tone* para cada uma das respetivas secções
- ⇒ Entre parêntesis estão os desvios-padrão heteroscedásticos robustos.
- ⇒ *, **, *** representa os coeficientes significativos a níveis de significância menores que 1%, entre 1% e 5%, entre 5% e 10%, respetivamente

Com os resultados obtidos, foi possível verificar que tanto a variável DCEO como a variável DChairman, não são estatisticamente significativas para explicarem as variáveis explicadas *Tone_CEO* e *Tone_Chairman*, referentes ao à percentagem de palavras positivas de cada secção específica. A variável DCEO

também não é estatisticamente significativa para explicar a variável explicada Tone_MD&A. No entanto, a variável DChairman é estatisticamente significativa para explicar a variável explicada Tone_MD&A, sendo que o seu coeficiente é negativo. Isto significa que quando se verifica uma mudança de *Chairman*, a percentagem de palavras positivas da secção de gestão diminui em 13,13%. Isto poderá induzir, que aquando de uma mudança de *Chairman*, o tom utilizado nesta secção é mais cauteloso e menos otimista, sublinhando assim uma postura mais defensiva face ao estado financeiro da empresa.

Os resultados de estimação obtidos para os modelos relativos à variável explicativa *Readability*, são os apresentados na seguinte tabela:

Variáveis	Readability_CEO	Readability_Chairman
DCEO	-1,64 (1,81)	
Dchairman		3,48 (4,15)
Loss	1,03 (1,80)	2,63 (2,53)
Nonrec	2,80 (3,57)	-3,54 (3,99)
BTM	-0,12 (0,26)	-0,73 (1,09)
Segments	0,14 (0,44)	-0,70 (0,71)
Size	0,71 (1,03)	-0,15 (1,64)
ReturnVol	-22,46	-11,60

	(24,83)	(19,50)
EarnVol	-2,04	-7,75
	(1,27)	(9,18)
Efeitos fixos de indústria	Sim	Sim
R-squared	0,61	0,99
N	99	59

Tabela 3- Resultados de estimação para o modelo empírico da variável *Readability* pelo método OLS

Nota:

- ⇒ A tabela está dividida em três colunas, cada uma delas referente ao modelo de regressão da variável explicada *Tone* para cada uma das respectivas secções
- ⇒ Entre parêntesis estão os desvios-padrão heteroscedásticos robustos.
- ⇒ *, **, *** representa os coeficientes significativos a níveis de significância menores que 1%, entre 1% e 5%, entre 5% e 10%, respetivamente

Com os resultados obtidos, foi possível verificar que tanto a variável DCEO como a variável DChairman, não são estatisticamente significativas para explicarem as variáveis explicadas *Readability_MD&A*, *Readability_CEO* e *Readability_Chairman*, referentes ao *Fog index* de cada secção específica.

5. Conclusão

O objetivo deste estudo era investigar se nos anos em que se verificava uma mudança na gestão, nomeadamente de CEO ou de *Chairman*, se isso impactava as variáveis explicadas *length*, *tone* e *readability* para as secções MD&A, secção específica do CEO e secção específica do *Chairman*. Isto no caso específico das empresas portuguesas cotadas e com pelo menos um relatório e contas escrito em inglês durante o período entre 2005 e 2018. Para obter tais conclusões, foram utilizados os modelos de regressão presentes em El-Haj et al. (2017), com a introdução das variáveis indicador DCEO e DChairman que indicavam se tinha existido mudança a este nível no ano correspondente. Os dados para as variáveis indicador foram extraídos dos relatórios e contas de cada empresa no intervalo de 2005 a 2018, os dados para as variáveis explicativas foram extraídos da datastream Thomson Reuters e os dados para as variáveis explicadas foram extraídos da ferramenta CFIE-FRSE (El-Haj et al. 2017).

Os resultados obtidos indicam que as variáveis indicador que registam a mudança de CEO e *Chairman* não têm significância estatística para explicar as variáveis explicadas *length*, *tone* e *readability* para as secções MD&A, secção específica de CEO e secção específica de *Chairman*. Tal indicia que no contexto português, estes documentos sejam redigidos de forma padronizada e eventualmente poderão ser elaborados pelos serviços da entidade (CEO e *Chairman*). O que, ao contrário do que se verificou noutros estudos similares, em mercados externos, para averiguação do impacto na previsão de resultados positivos futuros das alterações registadas ao nível de atributos textuais idênticos aos utilizados na minha análise, obteve-se que havia uma relação direta entre estes dois grupos de análise (Li 2008). O que poderá significar uma forma distinta de utilização das narrativas financeiras no mercado doméstico.

No entanto verificou-se uma exceção no que concerne ao impacto da variável indicador *Chairman* no *tone* da secção MD&A. Esta apresentou significância estatística de coeficiente negativo. Tal permite concluir, que na ocorrência de uma mudança de *Chairman*, este apresenta uma postura mais cautelosa com recurso a menos palavras positivas, por consequência um menor otimismo, no que concerne à intervenção na secção de gestão.

No que respeita a limitações do estudo, apraz relevar, o facto de várias empresas não informação suficiente que permitisse obter valores para todas as variáveis explicativas para todos os anos em análise. O principal impedimento desta limitação reporta aos anos em que efetivamente se verificou uma mudança ao nível de CEO ou *Chairman*, pois na inexistência de dados para esses anos, em que se poderiam extrair conclusões relevantes, não foi possível verificar o efeito ocorrido.

Relativamente à relevância deste estudo, julgo que assume uma posição de maior relevo por ter sido elaborado no contexto português, pois a maior parte dos estudos incidem em grandes mercados bolsistas como é o caso do LSE. Além disso a introdução das variáveis indicador que registavam uma mudança organizacional de importante impacto para o contexto da empresa, como é o caso de uma nova nomeação de um CEO ou de um *Chairman*, representa também um elemento diferenciador.

Como futuras investigações, seria interessante utilizar outro tipo de variáveis explicadas que eventualmente pudessem estar relacionadas com este tipo de mudanças organizacionais. Além disso seria muito interessante analisar este mesmo modelo, mas na presença de uma ferramenta que conseguisse extrair dados de relatórios anuais escritos em português, pois iria aumentar consideravelmente a dimensão da amostra a ser estudada.

6. Referências bibliográficas

- Ahmed, A. S., Neel, M., & Wang, D. (2013). Does mandatory adoption of IFRS improve accounting quality? Preliminary evidence. *Contemporary Accounting Research*.
- Alves, P., Rayson, P., Walker, M., & Young, S. (2016). Heterogeneous Narrative Content in Annual Reports Published as PDF Files: Extraction, Classification and Incremental Predictive Ability. *SSRN Electronic Journal*.
- Barker, V. L., & Mueller, G. C. (2002). CEO characteristics and firm R&D spending. *Management Science*.
- Barth, M. E., Landsman, W. R., Lang, M., & Williams, C. (2012). Are IFRS-based and US GAAP-based accounting amounts comparable? *Journal of Accounting and Economics*, 54(1), 68–93.
- Beattie, V., McInnes, B., & Fearnley, S. (2004). A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports: A comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes. *Accounting Forum*, 28(3), 205–236.
- Becht, M., Franks, J., Mayer, C., & Rossi, S. (2010). Returns to shareholder activism: Evidence from a clinical study of the hermes UK focus fund. *Review of Financial Studies*.
- Brennan, N., Guillamon Saorin, E., & Pierce, A. (2009). Impression Management: Developing and Illustrating a Scheme of Analysis for Narrative Disclosures - A Methodological Note. *SSRN Electronic Journal*.

- Brochet, F., Miller, G. S., Naranjo, P., & Yu, G. (2018). Managers' cultural background and disclosure attributes, *18*(3), 189–193.
- Cazier, R. A., & Pfeiffer, R. J. (2015). Why are 10-K filings so long? *Accounting Horizons*, *30*(1), 1–21.
- Cazier, R. A., & Pfeiffer, R. J. (2015b). Say Again? Assessing Redundancy in 10-K Disclosures. Unpublished Working Paper.
- Cohen, L., & Lou, D. (2012). Lazy Prices. *SSRN Electronic Journal*.
- Coulton, J. J., James, C., & Taylor, S. L. (2005). The Effect of Compensation Design and Corporate Governance on the Transparency of CEO Compensation Disclosures. *SSRN Electronic Journal*.
- Daske, H., & Leuz, C. (2013). Adopting a Label : Heterogeneity in the Economic Consequences of IFRS Adoptions. *Working Paper*, (5), 61.
- Davidson, W. N., Jiraporn, P., Kim, Y. S., & Nemec, C. (2011). Earnings Management Following Duality-Creating Successions: Ethnostatistics, Impression Management and Agency Theory. *SSRN Electronic Journal*.
- Davis, A. K., Piger, J. M., & Sedor, L. M. (2011). Beyond the Numbers: Measuring the Information Content of Earnings Press Release Language. *SSRN Electronic Journal*, 1–31.
- Dichev, I. D., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2013). Earnings quality: Evidence from the field. *Journal of Accounting and Economics*, *56*(2–3), 1–33.

- Dyer, T., Lang, M., & Stice-Lawrence, L. (2016). Do managers really guide through the fog? On the challenges in assessing the causes of voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 62(2–3), 270–276.
- El-Haj, M., Alves, P., Rayson, P., Walker, M., & Young, S. (2017). *Retrieving, Classifying and Analysing Narrative Commentary in Unstructured (Glossy) Annual Reports Published as PDF Files*. SSRN.
- El-Haj, M., Rayson, P., Alves, P., & Young, S. (2011). *Towards a Multilingual Financial Narrative Processing System*.
- Gibbins, M., Richardson, A., & Waterhouse, J. (1990). The Management of Corporate Financial Disclosure: Opportunism, Ritualism, Policies, and Processes. *Journal of Accounting Research*.
- Gibbins, M., Richardson, A., & Waterhouse, J. (1990). The Management of Corporate Financial Disclosure: Opportunism, Ritualism, Policies, and Processes. *Journal of Accounting Research*.
- Godfrey, J. M., Mather, P. R., & Ramsay, A. L. (2005). Earnings and Impression Management in Financial Reports: The Case of CEO Changes. *SSRN Electronic Journal*.
- Graffin, S. D., Carpenter, M. A., & Boivie, S. (2011). What's all that (strategic) noise? Anticipatory impression management in CEO succession. *Strategic Management Journal*.
- Henry, E. (2008). Are investors influenced by how earnings press releases are written? *Journal of Business Communication*, 45(4), 363–407.

- Henry, E., & Leone, J. A. (2016). Measuring qualitative information in capital markets research: Comparison of alternative methodologies to measure disclosure tone. *Accounting Review*.
- Lang, M., & Stice-Lawrence, L. (2015). Textual Analysis and International Financial Reporting: Large Sample Evidence. *Journal of Accounting and Economics*.
- Lang, M., Dyer, T., & Stice-Lawrence, L. (2016). The Evolution of 10-K Textual Disclosure: Evidence from Latent Dirichlet Allocation We thank Beth Blankespoor for sharing code to measure the numeric content of disclosure. We thank workshop participants at The Evolution of 10-K Textual Disclosure: Eviden. Retrieved from <http://tinyurl.com/hrep57s>.
- Leary, M. R., & Kowalski, R. M. (1990). Impression Management: A Literature Review and Two-Component Model. *Psychological Bulletin*, 107(1), 34–47.
- Lehavy, R., Li, F., & Merkley, K. (2011). The effect of annual report readability on analyst following and the properties of their earnings forecasts. *Accounting Review*.
- Li, F. (2008). Annual Report Readability, Current Earnings, and Earnings Persistence. *Social Sciences*, (September).
- Lo, K., Ramos, F., & Rogo, R. (2017). Earnings management and annual report readability. *Journal of Accounting and Economics*.
- Loughran, T., & McDonald, B. (2011). When Is a Liability Not a Liability? Textual Analysis, Dictionaries, and 10-Ks. *Journal of Property Research*, 35(4), 344–371.

- Loughran, T., & McDonald, B. (2014). Measuring readability in financial disclosures. *Journal of Finance*.
- Mather, P., & Ramsay, A. (2006). The Effects of Board Characteristics on Earnings Management around Australian CEO Changes. *Accounting Research Journal*.
- Merkel-Davies, D. M., & Brennan, N. M. (2007). Discretionary Disclosure Strategies in Corporate Narratives: Incremental Information or Impression Management?, (2), 183–203.
- Merkel-Davies, D. M., & Brennan, N. M. (2011). A conceptual framework of impression management: New insights from psychology, sociology and critical perspectives. *Accounting and Business Research*.
- Miller, B. P. (2010). The effects of reporting complexity on small and large investor trading. *Accounting Review*, 85(6), 2107–2143.
- Murphy, K. J., & Jensen, M. C. (2012). CEO Bonus Plans: And How to Fix Them. *SSRN Electronic Journal*.
- Neu, D. (1991). Trust, impression management and the public accounting profession. *Critical Perspectives on Accounting*.
- Neu, D., Warsame, H., & Pedwell, K. (1998). Managing Public Impressions: Environmental Disclosures in Annual Reports. *Accounting, Organizations and Society*.
- Previts, G., Bricker, R., Robinson, T., & Young, S. (1994). A content analysis of sell-side financial analyst company reports. *Accounting Horizons*.

Rogers, R. K., & Grant, J. (1997). Content Analysis of Information Cited in Reports of Sell-Side Financial Analysts. *Journal of Financial Statement Analysis*.

Rutherford, B. A. (2005). Genre analysis of corporate annual report narratives. A corpus linguistics-based approach. *Journal of Business Communication*, 42(4), 349–378.

Smith, M., & Taffler, R. J. (2000). The chairman's statement A content analysis of discretionary narrative disclosures Malcolm. *Accounting, Auditing and Accountability*, 13(5), 624–646.