



UnB



UFPB



UFRN

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA – UnB

UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA – UFPB

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO NORTE - UFRN

Programa Multi-institucional e Inter-regional de

Pós-Graduação em Ciências Contábeis

DOUTORADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

**FATORES DETERMINANTES DA EVOLUÇÃO DAS INFORMAÇÕES
DIVULGADAS NO RELATÓRIO DA ADMINISTRAÇÃO DAS EMPRESAS
BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

Fernanda Fernandes Rodrigues

Brasília, 2012

FERNANDA FERNANDES RODRIGUES

**FATORES DETERMINANTES DA EVOLUÇÃO DAS INFORMAÇÕES
DIVULGADAS NO RELATÓRIO DA ADMINISTRAÇÃO DAS EMPRESAS
BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

Tese apresentada como requisito à obtenção do título de Doutora em Ciências Contábeis do Programa Multi-institucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba e da Universidade Federal do Rio Grande do Norte.

Orientador: Prof. Dr. César Augusto Tibúrcio Silva

Área de Concentração: Mensuração contábil

Linha de Pesquisa: Contabilidade e Mercado Financeiro

Brasília, 2012

FICHA CATALOGRÁFICA

Rodrigues, Fernanda Fernandes

Fatores determinantes da evolução das informações divulgadas no relatório da administração das empresas brasileiras de capital aberto / Fernanda Fernandes Rodrigues, Brasília: UnB, 2012.

Tese – Doutorado
Bibliografia

1. Relatórios da Administração 2. Companhias Abertas Brasileiras. 3. Análise de conteúdo 4. Análise da legibilidade 5. Análise do formato.

FERNANDA FERNANDES RODRIGUES

**FATORES DETERMINANTES DA EVOLUÇÃO DAS INFORMAÇÕES
DIVULGADAS NO RELATÓRIO DA ADMINISTRAÇÃO DAS EMPRESAS
BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

Tese aprovada como requisito à obtenção do título de Doutora em Ciências Contábeis do Programa Multi-institucional e Inter-regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília (UnB), Universidade Federal da Paraíba (UFPB) e Universidade Federal do Rio Grande do Norte (UFRN), pela seguinte comissão examinadora:

Prof. Dr. César Augusto Tibúrcio Silva
Programa Multi-institucional e Inter-regional de Pós-Graduação em Ciências
Contábeis da UnB, UFPB, e UFRN – Orientador

Prof. Dr. Ivan Ricardo Gartner
Programa Multi-institucional e Inter-regional de Pós-Graduação em Ciências
Contábeis da UnB, UFPB, e UFRN

Prof. Dr. Paulo Roberto Barbosa Lustosa
Programa Multi-institucional e Inter-regional de Pós-Graduação em Ciências
Contábeis da UnB, UFPB, e UFRN

Prof. Dr. Ernani Ott
Universidade do Vale do Rio dos Sinos (Unisinos)

Prof. Dr. Lauro Brito de Almeida
Universidade Federal do Paraná

Brasília, 27 de Setembro de 2012.

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA – UnB**Reitor:**

Prof. Dr. José Geraldo de Sousa Júnior

Vice-Reitor:

Prof. Dr. João Batista de Sousa

Decana de Pesquisa e Pós-Graduação:Prof^a. Dra. Denise Bomtempo Birche de Carvalho**Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade – FACE:**

Prof. Dr. Tomás de Aquino Guimarães

Coordenador Geral do Programa Multi-institucional e Inter-regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da UnB, UFPB e UFRN:Prof^a. Dr. Ivan Ricardo Gartner**Coordenador Regional do Programa Multi-institucional e Inter-Regional de PósGraduação em Ciências Contábeis UnB, UFPB e UFRN:**

Prof. Dr. Paulo Roberto Barbosa Lustosa – UnB

Coordenador Regional do Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de PósGraduação em Ciências Contábeis UnB, UFPB e UFRN:

Prof. Dr. Aldo Leonardo Cunha Callado – UFPB

Coordenador Regional do Programa Multi-institucional e Inter-Regional de PósGraduação em Ciências Contábeis UnB, UFPB e UFRN:

Prof. Dr. Adilson de Lima Tavares - UFRN

Dedico esse trabalho aos meus amados pais, Maria José e Agnel, por todo o sacrifício que fizeram para que minhas irmãs e eu tivéssemos uma boa formação. Foi graças ao esforço dos senhores, que hoje consigo alcançar essa vitória.

Dedico também às minhas irmãs, Flávia e Fabiana, e ao meu sobrinho, Caio, por todo o amor, companheirismo e amizade que sempre tive de vocês.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus, primeiramente, por ter conseguido alcançar essa importante vitória na minha vida, por sempre atender as minhas orações... Obrigada, Senhor, por tornar mais esse sonho uma realidade!!

Agradeço imensamente ao prof. Dr. César Augusto Tibúrcio Silva, que por duas vezes me recebeu como orientador. Nunca me esquecerei do seu incentivo, dos seus conselhos, da sua ajuda, indispensáveis para que eu chegasse até aqui. Meus agradecimentos e a minha admiração pelo senhor serão eternos, pois, com todo seu imenso conhecimento e simplicidade, será sempre o mestre que me inspira e que me motiva a querer ir cada vez mais longe. Obrigada por tudo!

Aos professores que, em mais esta etapa, muito contribuíram para engrandecer a minha formação: Prof. Dr. Edilson Paulo, Prof. Dr. Gileno Fernandes Marcelino, Prof. Dr. Jorge Katsumi Niyama, Prof. Dr. José Dionísio Gomes da Silva, Prof. Dr. José Lúcio Capelletto, Prof. Dr. José Matias Pereira, Prof. Otávio Ribeiro de Medeiros, Ph.D. e Prof. Dr. Paulo Roberto Barbosa Lustosa. A todos, meu muito obrigada!

Agradeço aos meus colegas da segunda turma: Diogo Henrique Lima, Eduardo Tadeu Vieira, Erivan Ferreira Borges, José Marilson Dantas e, especialmente, ao Bruno Vinícius Ramos Fernandes, Jomar Rodrigues Miranda e José Alves Dantas, por toda a presteza que tiveram em me ajudar e me ensinar em todos os momentos de que precisei. Os trabalhos e afazeres sempre foram extremamente puxados, mas a motivação, o apoio e as palavras amigas foram indispensáveis para que fossem concluídos os créditos.

Aos professores doutores Jorge Katsumi Niyama, Ivan Ricardo Gartner, Ernani Ott e Lauro Brito de Almeida, agradeço por todas as contribuições, críticas e sugestões, nas etapas de qualificação desse trabalho. A participação dos senhores, sem dúvida, foi bastante importante na consolidação dessa pesquisa. E, ainda, ao professor doutor Paulo Roberto Barbosa Lustosa, pelas valiosas críticas e contribuições durante a minha banca de defesa.

Aos demais colegas, com quem tive a oportunidade de conviver no período dos créditos, especialmente ao Josué Lins e Silva, também agradeço pela troca de conhecimentos, pela amizade, apoio e acolhimento desprendido.

À minha querida amiga, Ludmila de Melo Souza, pela disponibilidade de me ajudar sempre que precisei e, especialmente, pela sua amizade, pelas confidências trocadas, pelo carinho e apoio em vários momentos importantes.

Em especial, agradeço aos meus orientandos de graduação, Aline Cristina de Oliveira Alves, Marina Dutra do Nascimento e ao Fábio Alexandre de Jesus Dias; à minha prima, Jannine Renata Faustino Dias, por todo o auxílio na coleta dos relatórios e tabulação de dados. A ajuda de vocês foi de grande valia.

Agradeço ainda a todos os professores e colegas do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Universidade de Brasília, especialmente, ao Prof. Msc. Elivânio Geraldo de Andrade, por ser sempre um grande amigo, por me apoiar sempre e incondicionalmente e por estar sempre pronto para ouvir meus desabafos. E também ao Prof. Msc. Abimael de Jesus Barros Costa, meu parceiro de trabalho, por todo o carinho e amizade e por me auxiliar nos momentos de que tanto precisei.

Também não posso deixar de agradecer a todos aqueles que foram meus alunos, por me fazerem ver que fiz a escolha certa, quando optei pela docência como profissão.

E, por último, agradeço a todos os meus amigos e familiares que indiretamente contribuíram para a realização deste trabalho, mesmo que não foram citados nominalmente. Sem o apoio, carinho e, principalmente, paciência comigo nos momentos de estresse, esse trabalho dificilmente teria sido concluído. A minha eterna gratidão e amizade.

"A fé significa crença no desconhecido, a serena convicção de que, embora você não possa imaginar como, em algum momento, em algum lugar, e da maneira correta, aquilo que você deseja irá acontecer."

Daphne Rose Kingma

RESUMO

O Relatório da Administração (RA) é um documento publicado pelas companhias abertas de conteúdo flexível, no qual a administração divulga informações acerca da conjuntura econômica, do seu desempenho, dos investimentos, da estrutura de capital, entre outras. Segundo alguns estudos, o RA é um dos documentos mais utilizados pelos usuários em geral para avaliar o desempenho das empresas (por exemplo, SPRINGER, 1992; ROGERS; GRANT, 1997; YUTHAS; ROGERS; DILLARD, 2002, DALMÁCIO; PAULO, 2004; SILVA; RODRIGUES, 2010). Portanto, entende-se que o seu texto facilita a leitura e interpretação da realidade das empresas, sendo, nesse sentido, um instrumento de grande valor para os investidores e demais usuários. Esse estudo identifica quais são os fatores determinantes que têm influenciado a evolução das informações divulgadas nos Relatórios da Administração das companhias abertas brasileiras do período de 1997 a 2010. Para isso, foram analisados os RA de 130 empresas (aproximadamente 71% da população), utilizando-se de três técnicas de investigação: análise de conteúdo, análise do formato e análise da legibilidade. Os resultados apresentados pelas análises de legibilidade foram: (1) os RA variam de níveis de legibilidade que vão 2 a 94, significando que os relatórios que vão de “muito difícil” a “muito fácil” leitura; (2) como a média apresentou *score* entre 30-50, pode-se concluir que “em média” os relatórios são de difícil leitura. Quanto à análise de formato, pode-se concluir que: (1) os Relatórios variaram de uma quantidade mínima de 23 palavras, em 1998, até 22.879, em 2009; (2) das 130 empresas, oito divulgaram RA contendo apenas uma única frase; (3) em 1997, 35 empresas (26,92%) apresentaram RA contendo até 10 frases. Em 2010, 34 empresas apresentaram essa característica, concluindo-se que não houve grande melhora nesse quesito; (4) verificou-se, ainda, que existem relatórios que não apresentaram nenhum recurso visual e outros relatórios com um total máximo de 82 gráficos ou tabelas; (5) finalmente, com o passar dos anos, em média, as empresas vêm aumentando o volume de informações (letras e palavras) e de gráficos e tabelas divulgados nos Relatórios da Administração. Com relação à análise de conteúdo, os assuntos mais divulgados nos RA foram Reforma da Administração e Descrição de Negócios. Foram formuladas oito hipóteses, e conclui-se que: as hipóteses 1 e 2, de que, com o passar do tempo e em virtude da complexidade do mercado, os RA estão se tornando mais difíceis de serem lidos, e de que existe diferença estatística significativa entre o nível de legibilidade e o segmento econômico da empresa foram totalmente refutadas; partes das hipóteses 3, de que com o passar do tempo, os RA estão apresentando maior diversidade de assuntos; e da hipótese 4, que empresas com alto endividamento tendem a apresentar mais frases sobre conjuntura econômica, foram corroboradas; e as hipóteses 5, de que existe relação entre as variáveis de conjuntura econômica e as informações divulgadas pelas empresas sobre cenário; 6, de que empresas de maior porte e menor nível de endividamento, assim como o tempo e a complexidade do mercado, tendem a apresentar relatórios mais volumosos, ou seja, com mais palavras; 7, de que, com o tempo e a complexidade do mercado, as empresas tendem a apresentar mais recursos visuais em seus relatórios; e 8, de que o tamanho do relatório de uma empresa está relacionado com o tamanho do relatório de uma empresa concorrente, foram corroboradas, demonstrando a existência de padrões que influenciaram na divulgação de informações do RA, no período analisado.

Palavras-chave: Relatórios da Administração; Companhias Abertas Brasileiras; Análise de Conteúdo; Análise de Legibilidade; Análise do Formato.

ABSTRACT

A Management Report (MR) is a document with flexible content published by open companies, in which the administration divulges information on its economic conjuncture, on its performance, investments, and financial structure, among others. According to studies, the MR is one of the documents more often utilized by user in general to evaluate the companies' performance (for example SPRINGER, 1992; ROGERS; GRANT, 1997; YUTHAS; ROGERS; DILLARD, 2002, DALMÁCIO; PAULO, 2004; SILVA; RODRIGUES, 2010). Thus, it is understood that its contents facilitate the interpretation of the companies' reality, being, therefore a valuable tool to investors and other users. This study identifies what the determining factors that have influenced the evolution of the information disclosed in the Management Reports of Brazilian open companies in the period dating from 1997 to 2010. For this a study was conducted of the MR of 130 companies (which represents 71% of the population, approximately) and three investigation techniques were utilized: content analysis, format analysis and legibility analysis. The results presented by the legibility analysis were: (1) the MR vary in legibility levels varying from 2 to 94, which means that there are reports that range from "very difficult" to "very easy" to read; (2) as the average fell between 30 and 50, it can be concluded that, on average, the reports are difficult to read. As for format analysis, it can be concluded that: (1) Reports vary between a minimum word count of 23 words, in 1998, to 22,879, in 2009; (2) of the 130 companies, eight disclosed an MR containing a single sentence; (3) in 1997, 35 companies (26,92%) published MR containing up to 10 sentences. In 2010, 34 companies presented this characteristic, which leads to the conclusion that there was no significant improvement in this item; (4) it was verified, besides that, that there are reports ranging from no visual resources to reports with a maximum total of 82 graphics or charts; (5) finally, with time, on average, companies have been increasing the amount of information (characters and words) and of graphics and tables disclosed in the MR. In relation to content analysis, the topics most often discussed in the MR were Management Reform and Business Description. Eight hypotheses were researched and it was concluded that hypotheses 1 and 2, that with time and with the complexity of the market, the MR are becoming more difficult to read, and that there is a statistical difference between the level of legibility and the economic segment to which the company belong were completely refuted; part of the third hypothesis, that with time the MR are presenting a wider spectrum of topics, and of the fourth hypothesis, that companies deeper in debt tend to present more sentences about economic conjuncture were corroborated; and the fifth, sixth, seventh and eighth hypotheses that there is a correlation between the economic variables and the information disclosed by the company; that larger companies with smaller debts, as well as time and the complexity of the market, tend to present more extensive reports, with a larger number of words; and that with time and the complexity of the market the companies have a tendency to present more visual aids in their reports; and that the size of a company's report is connected to the size of a competing company were corroborated, which demonstrates an existence of patterns that have influenced the disclosure of information in the MR, in the period analyzed.

Key Words: Management Reports; Brazilian Open Companies; Content Analysis; Legibility Analysis; Format Analysis.

LISTA DE FIGURAS

Figura 2.1 -	Transações contábeis e suas consequências.....	39
Figura 2.2 -	Abordagens para a análise das narrativas nos relatórios anuais.....	44
Figura 2.3 -	Modelo conceitual da pesquisa.....	73

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 4.1 - Crescimento do volume de informações nos RA.....	94
Gráfico 4.2 - Crescimento da quantidade de gráficos e tabelas nos RA.....	95

LISTA DE TABELAS

Tabela 3.1 -	Quantidade de empresas e ano da concessão do pedido à CMV.....	76
Tabela 3.2 -	Análise <i>Flesch</i> de legibilidade dos materiais de leitura para adultos...	83
Tabela 4.1 -	Estatística descritiva da legibilidade dos RA	89
Tabela 4.2 -	Estatística descritiva da quantidade de palavras dos RA	91
Tabela 4.3 -	Estatística descritiva da quantidade de letras dos RA	92
Tabela 4.4 -	Estatística descritiva da quantidade de frases dos RA	93
Tabela 4.5 -	Estatística descritiva da quantidade de gráficos e tabelas dos RA	94
Tabela 4.6 -	Correlação entre as variáveis de formato e legibilidade	96
Tabela 4.7 -	Quantidade média e máxima de assuntos tratados no RA	98
Tabela 4.8 -	Resultados dos testes I.P.S., ADF-Fisher e PP-Fisher para raízes unitárias	102
Tabela 4.9 -	Resultados do teste de multicolenaridade (FIV)	104
Tabela 4.10 -	Resultados da regressão da Hipótese 1.....	106
Tabela 4.11 -	Resultados do teste de média entre o <i>score</i> de legibilidade e o segmento econômico	107
Tabela 4.12 -	Resultados do teste de média entre a quantidade de palavras no RA e o segmento econômico	108
Tabela 4.13 -	Resultados da regressão da Hipótese 3	109
Tabela 4.14 -	Resultados da regressão da Hipótese 4a	111

Tabela 4.15 -	Resultados da regressão da Hipótese 4b e 5	113
Tabela 4.16 -	Resultados da regressão da Hipótese 6	117
Tabela 4.17 -	Resultados da regressão da Hipótese 7	118
Tabela 4.18 -	Resultados das correlações entre as empresas e suas concorrentes	121

LISTA DE QUADROS

Quadro 2.1	Variáveis dependentes e independentes.....	74
Quadro 3.1	Seleção da amostra.....	77
Quadro 3.2	As categorias e a aplicação do sistema de classificação	79
Quadro 3.3	Exemplos do assunto tratado	80
Quadro 3.4	Cálculo das variáveis independentes	85
Quadro 4.1 -	Setor de atuação das empresas da amostra.....	86
Quadro 4.2 -	Empresas excluídas da análise de legibilidade	89
Quadro 4.3 -	Resumo dos resultados das regressões entre os assuntos e as variáveis independentes.....	114
Quadro 4.4 -	Amostra de empresas concorrentes	120
Quadro 4.5 -	Resultados das hipóteses do estudo	123
Quadro 5.1 -	Variáveis independentes significativas e sinal da relação	126

LISTA DE ABREVIATURAS

Aneel	Agência Nacional de Energia Elétrica
Anatel	Agência Nacional de Telecomunicações
AP	Apresentação/Conclusão
AUD	Auditoria
CAMB	Câmbio
CAP	Capital social
CAPPROP	Capital próprio
CE	Conjuntura econômica
CM	Complexidade do mercado
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DES	Desempenho
DIV	Dividendos
DIVERS	Diversidade de assuntos
DN	Descrição do negócio
EBMI	Risco Brasil
EC	Endividamento de curto prazo
END	Endividamento
GA	Giro do ativo
GC	Governança corporativa
GGPCGD	<i>Guidance on Good Practices in Corporate Governance Disclosure</i>
IASB	<i>International Accounting Standards Board</i>
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
INFL	Inflação
INV	Investimentos

LIQ	Liquidez
MD&A	<i>Management Discussion and Analysis</i>
ML	Margem líquida
OFR	<i>Operating and Financial Review</i>
OI	Outras informações
ONU	Organização das Nações Unidas
PERSP	Perspectivas
PIB	Produto Interno Bruto
RA	Relatório da Administração
REF	Reforma da administração
ROE	Retorno sobre o patrimônio líquido
S	Setor de atuação
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
T	Tempo
UNCTAD	<i>United Nations Conference on Trade and Development</i>

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	21
1.1	CONTEXTO	21
1.2	QUESTÃO DE PESQUISA.....	27
1.3	OBJETIVOS	28
1.3.1	<i>Objetivo Geral.....</i>	28
1.3.2	<i>Objetivos Específicos.....</i>	28
1.4	JUSTIFICATIVA E DELIMITAÇÃO DA PESQUISA	28
1.5	ORGANIZAÇÃO DO TRABALHO	30
2	MARCO TEÓRICO, HIPÓTESES E MODELOS DA PESQUISA	32
2.1	TEORIA DA AGÊNCIA, TEORIA DA DIVULGAÇÃO E GERENCIAMENTO DE IMPRESSÕES	32
2.1.1	<i>Teoria da Agência</i>	32
2.1.2	<i>Teoria da Divulgação.....</i>	35
2.1.3	<i>Gerenciamento de Impressões</i>	38
2.2	RELATÓRIO DA ADMINISTRAÇÃO E PESQUISAS SOBRE NARRATIVAS CONTÁBEIS	40
2.2.1	<i>Relatório da Administração.....</i>	40
2.2.2	<i>Pesquisas sobre Narrativas Contábeis.....</i>	44
2.3	HIPÓTESES E MODELOS DA PESQUISA	66
2.3.1	<i>Hipóteses que Utilizam a Análise de Legibilidade.....</i>	67
2.3.2	<i>Hipóteses que Utilizam a Análise de Conteúdo</i>	68
2.3.3	<i>Hipóteses que Utilizam a Análise do Formato</i>	71
3	METODOLOGIA	75
3.1	CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA	75
3.2	POPULAÇÃO E AMOSTRA.....	75
3.3	COLETA E TRATAMENTO DOS DADOS	78
3.3.1	<i>Variáveis Dependentes</i>	78
3.3.2	<i>Variáveis Independentes</i>	84
4	RESULTADOS E DISCUSSÃO	86
4.1	CARACTERIZAÇÃO DAS EMPRESAS PESQUISADAS	86
4.1.1	<i>Legibilidade</i>	88
4.1.2	<i>Formato</i>	91
4.1.3	<i>Conteúdo.....</i>	97
4.2	ESTÁGIOS EVOLUTIVOS DOS RELATÓRIOS NO BRASIL	99
4.3	FATORES INFLUENCIADORES NA EVOLUÇÃO DOS RA.....	101
4.3.1	<i>Testes Preliminares de Estacionariedade e Multicolinearidade nas Séries.....</i>	101
4.3.2	<i>Testes Estatísticos de Robustez</i>	104
4.3.3	<i>Resultados da Significância dos Modelos e Hipóteses de Pesquisa</i>	105
5	CONCLUSÃO	124
5.1	REFLEXÕES SOBRE OS ACHADOS	124
5.2	IMPLICAÇÕES PARA A ACADEMIA E PRATICANTES DO MERCADO....	127

5.3 LIMITAÇÕES DOS ACHADOS DA PESQUISA E SUGESTÕES DE ENCAMINHAMENTOS FUTUROS	128
REFERÊNCIAS	130
APÊNDICE A - Amostra de Empresas Analisadas	140
APÊNDICE B – Resultados das Estatísticas do Teste de Chow.....	143
APÊNDICE C – Resultados das Estatísticas do Teste de Hausman	144
APÊNDICE D – Resultados adicionais das regressões da Hipótese 4.....	145

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTO

A Contabilidade, de acordo com Múrcia e Carvalho (2007), pode ser avaliada pela capacidade de reduzir a assimetria informacional entre os usuários internos e externos à empresa, quando fornece informações úteis aos usuários. Tornar públicas as demonstrações financeiras é uma tentativa de reduzir essa assimetria, na medida em que subsidiaria os investidores com maior gama de informações sobre a situação econômica, financeira e patrimonial da companhia.

No Brasil, as sociedades por ações, são obrigadas a publicar suas demonstrações financeiras e informações trimestrais de acordo com a legislação societária (CVM, 1996). O Relatório da Administração (RA) é uma peça integrante do conjunto de informações, que as empresas de capital aberto colocam à disposição do público, em geral, juntamente com as demonstrações financeiras, acompanhadas pelas Notas Explicativas e pelo Parecer da Auditoria. É um relatório que contém informações “sobre os negócios sociais e os principais fatos administrativos do exercício findo” (BRASIL, 1976).

Nesse sentido, divulgar suas atividades por meio do RA, para as companhias abertas, é importante, pois representa, por exemplo, uma forma de atrair e manter investidores, capazes de injetar os recursos necessários aos negócios. Segundo Akhtaruddin e Haron (2010), a divulgação feita por uma empresa é de importância crucial para o seu crescimento e desenvolvimento, pois permite que os usuários externos avaliem adequadamente o desempenho da empresa e, de acordo com Gul e Leung (2004, *apud* AKHTARUDDIN; HARON, 2010), ela é uma exigência óbvia para um mercado de capitais funcionar eficazmente. Nesse sentido, as questões de divulgação e governança corporativa estão

atraindo, cada vez mais, a atenção de pesquisadores, decisores políticos, entidades reguladoras e investidores, tanto em países desenvolvidos, quanto em países emergentes (AKHTARUDDIN; HARON, 2010).

Entende-se que o RA, por ser um relatório qualitativo, no qual a administração apresenta informações relevantes sobre o desempenho da empresa, e que, por apresentar maior flexibilidade que os demais relatórios e menos técnico, pretensamente seria um importante instrumento de avaliação da situação patrimonial, para os usuários em geral.

Segundo alguns estudos, o RA é de grande observância para os usuários em geral (por exemplo, SPRINGER, 1992; ROGERS; GRANT, 1997; YUTHAS; ROGERS; DILLARD, 2002, DALMÁCIO; PAULO, 2004; SILVA; RODRIGUES, 2010). Springer (1992) constatou que o RA é a parte dos relatórios anuais que mais ajudaria os acionistas nas análises financeiras dos resultados do ano anterior e de previsões futuras da companhia. Rogers e Grant (1997) constataram que 26% das informações indicadas pelos analistas financeiros estavam localizadas nos demonstrativos financeiros, enquanto 40% destas eram apresentadas nas seções narrativas do Relatório Anual: notas de rodapé, *Management Discussion and Analysis* (MD&A) e Cartas do Presidente. Yuthas, Rogers e Dillard (2002) afirmam que o texto contido nos RA é amplamente lido por uma variedade de *stakeholders* e analistas. Dalmácio e Paulo (2004) afirmam que o RA é mais flexível e interessante para os usuários externos e para a apresentação de informações socioambientais e econômico-financeiras.

Silva e Rodrigues (2010) realizaram uma pesquisa experimental, com o objetivo de verificar se o RA tem sido relevante para a avaliação do desempenho das empresas sendo que, dos 106 respondentes da pesquisa, metade da amostra analisou com a presença do RA e a outra metade sem esta informação. Os autores puderam concluir que a presença do RA interferiu na resposta dos pesquisados com relação à capacidade da empresa para saldar suas

dívidas e à sua competitividade no mercado, porém não verificaram o mesmo impacto quanto à decisão de investimento.

Nesse sentido, o RA é “pretendido para dar ao investidor uma oportunidade de olhar a empresa através dos olhos da administração ao prover análises de curto e longo prazo dos negócios da companhia” (SEC, 1987, apud HOLDER-WEBB, 2007, p.2, tradução nossa).

Segundo Beattie, McInnes e Fearnley (2004), a qualidade da informação financeira das empresas na comunicação narrativa nos relatórios anuais é vista, mundialmente, como elemento crucial e os reguladores estão focando a atenção nos RA (referido como MD&A, na maioria dos países, e *Operating and Financial Review* – OFR, no Reino Unido), sendo que, em alguns países as orientações estão sendo revistas e ampliadas, enquanto que, em outros, o *disclosure* está se tornando obrigatório. Os autores citam os casos: (1) dos EUA, pós-Enron, cuja regulamentação do MD&A está sendo reforçada; (2) do Canadá, o *Canadian Institute of Chartered Accountants* (CICA) emitiu orientações mais detalhadas para o MD&A; (3) do Reino Unido, o *Accounting Standards Board* (ASB) emitiu orientações revisadas do OFR, que se baseia no quadro de Jenkins; (4) da revisão do direito das sociedades, na Austrália e no Reino Unido, que está propondo OFRs obrigatórios para companhias listadas; (5) do Reino Unido, que recentemente emitiu os Projetos de regulamento (*Draft regulations*); e, finalmente, (6) da colocação do MD&A *Statements* na agenda do IASB, em 2002.

É importante destacar que o IASB emitiu, em dezembro de 2010, um documento denominado *IFRS Practice Statement Management Commentary*, cujo objetivo foi o de desenvolver orientações para a preparação do MD&A, especialmente para os países que não têm qualquer requisito ou orientação para a elaboração dos relatórios narrativos que acompanham as demonstrações financeiras preparadas de acordo com os padrões IFRS.

Smith e Taffler (1992) consideram que o conteúdo da Carta do Presidente pode trazer informações úteis para discriminar empresas saudáveis das empresas não saudáveis. A Carta do Presidente é também um relatório narrativo que algumas empresas divulgam de forma complementar ao Relatório Anual (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999).

De acordo com Clatworthy e Jones (2001), os relatórios contábeis narrativos estão se tornando cada vez mais importantes comparados aos relatórios financeiros externos. Esses autores apresentam, como exemplo, a pesquisa realizada em 1996 pela extinta empresa de auditoria Arthur Andersen, que levantou as informações narrativas de 100 companhias britânicas listadas; a maioria dos relatórios anuais analisados continha informações iguais ou superiores às informações financeiras obrigatórias. Essas mudanças reforçam a potencial evolução do relatório anual: de um documento produzido estatutariamente a um documento em que narrativas, fotografias e gráficos dominam. Apesar da sua utilidade e relevância, a assimetria de informação entre a administração e os usuários dos relatórios anuais sugere uma hipótese de obscurecimento. Adelberg (1979, apud COURTIS, 1998) observou que a atribuição dos administradores no controle completo do processo de comunicação da contabilidade, que monitora o seu desempenho, gera uma situação em que é perfeitamente natural esperar que alguns administradores ofuscariam os seus fracassos e ressaltariam seus sucessos. Esta noção sugere que a presença de variabilidade é associada com a tendência da administração para manipular ou organizar a informação ao aumentar a “boa notícia” com textos de mais fácil leitura e escrita, e a mascarar a “má notícia” com textos mais difíceis (COURTIS, 1998).

Essa visão pode ainda ser complementada com os achados de Tassarolo, Pagliarussi e Luz (2010), que analisaram os relatórios de 49 empresas brasileiras de 2002 e 2003 e verificaram que esses são enviesados pelo “escritor”, uma vez que eles levam os créditos pelas boas notícias e evitam a culpa das más notícias.

Ainda, é importante ressaltar que o RA vem sendo publicado no Brasil há muitos anos, sendo exemplo o RA da “Companhia Commercio e Industria Nacional”, publicado em 10 de junho de 1892, no Diário Official. Nesse relatório, a companhia mostra quais são os investimentos realizados, os desafios enfrentados, as reformas da administração quanto à colocação de ações, quanto à organização da diretoria e quanto à distribuição de dividendos, como no seguinte trecho:

Bem quizeramos poder anunciar-vos a distribuição de um dividendo regular. Mas as circunstancias embaraçosas que já vos apontamos, elevando desproporcionadamente as nossas despesas, não nos permitem agora essa agradável tarefa, podendo nós apenas preencher o vácuo verificado e apurar o saldo de 654\$114, que passa a conta do semestre já iniciado. (BRASIL, 1892).

Libby, Bloomfield e Nelson (2002) apontam a necessidade de pesquisas que verifiquem como os administradores e auditores relatam a informação, já que os regulamentos da contabilidade financeira, associados à inerente subjetividade de muitas medidas da contabilidade, permitem aos administradores alguma flexibilidade para informar oportunisticamente ou gerenciar lucros. Os autores também apontam as seguintes questões, que ainda carecem de pesquisas: como os usuários de informações interpretam esses relatórios; como as decisões individuais afetam o comportamento do mercado; e como as interações estratégicas podem afetar os resultados.

Há, portanto, a possibilidade de que os gerentes possam controlar e manipular a impressão transmitida aos usuários. Verifica-se que os administradores podem utilizar o RA para atender aos seus próprios interesses, conforme apresentado por Iudícibus (2000), ao afirmar que os relatórios são normalmente enviesados pelo otimismo inconsequente. Dessa forma, analisá-los, torna-se particularmente importante porque, tradicionalmente, estas narrativas não são auditadas. Muito embora, no Brasil, o artigo 25 da Instrução nº 308, de 14.05.1999 da CVM, apresente que os auditores das companhias abertas devem revisar as demonstrações financeiras, verificar se as informações e análises apresentadas no RA estão de

acordo com as demonstrações financeiras auditadas e informar a CVM, caso não estejam (CVM, 1999).

Em 1987, a CVM publicou o Parecer de Orientação n. 15 (CVM, 1987), fato que demonstra certa preocupação da Comissão quanto ao conteúdo das informações divulgadas no RA. De acordo com a Comissão, os relatórios foram por ela analisados desde a publicação da Lei 6.404 e percebeu-se que grande parte das empresas, naquela data, apresentava relatórios omissos, nos quais os administradores se limitaram a apresentar as demonstrações financeiras, agradecer a colaboração de funcionários, credores, etc. e se colocar à disposição dos acionistas para maiores esclarecimentos. Em virtude desses problemas, a CVM declara que, somente no exercício de 1987, solicitou a republicação de 66 relatórios por não atenderem ao mínimo requerido. Segundo a Comissão, “esse fato infringe a Lei e não é compatível com a postura que se espera de uma companhia aberta”, posto que conduz à perda “de uma valiosa oportunidade de a companhia ser melhor conhecida e avaliada pelo público investidor, por seus clientes, fornecedores e credores” (CVM, 1987).

A CVM apresenta, ainda, alguns comentários quanto aos prejuízos causados pela má utilização do RA: (1) somente a apresentação de percentuais não é válida, pois esses valores podem ser obtidos por qualquer leitor das demonstrações financeiras; (2) são relevantes as informações acerca dos comentários ou apreciação dos fatores endógenos e exógenos, que influenciaram as variações ocorridas; (3) é um direito essencial do acionista que a empresa divulgue informações úteis, fidedignas e detalhadas, que possibilitem o conhecimento da companhia e de seus objetivos e políticas; (4) constituem desatendimento ao interesse e ao direito do investidor tanto a falta de informações como a inclusão de estudos e fatos genéricos, que não dizem respeito à situação particular da companhia; (5) deve ser redigido de forma simples, com o objetivo de atender ao maior número possível de leitores, devendo ser

evitados adjetivos e frases otimistas, como "excelente resultado" ou "ótimo desempenho", a menos que corroborado por dados ou fatos comparativos (CVM, 1987).

Dessa forma, o RA, por ser uma peça integrante das demonstrações financeiras, precisa ter coerência com a situação espelhada por essas demonstrações financeiras, passando a ser também um “elemento poderoso de comunicação entre a companhia, seus acionistas e a comunidade em que está inserida”, principalmente devido à crescente complexidade dos negócios e à instabilidade do ambiente econômico, que se reflete na vida das companhias (CVM, 1987).

1.2 QUESTÃO DE PESQUISA

Com base no que foi exposto, é de se supor que tenha havido uma melhora na apresentação das informações nesse Relatório, ao longo dos anos. Dessa forma, o problema deste estudo consistiu em verificar se as normas publicadas pela CVM, para melhoria das informações contidas nos RA, bem como a complexidade do mercado de capitais brasileiro, a conjuntura econômica e desempenho (endividamento, porte das empresas) estão realmente influenciando a sua apresentação, quanto ao conteúdo, formato e à legibilidade, ao longo dos anos. Portanto, a questão norteadora desse estudo verifica: **Quais fatores determinantes** *[tempo, complexidade do mercado de capitais brasileiro, conjuntura econômica e o desempenho das empresas, setor de atuação]* **influenciaram os padrões de publicação** *[conteúdo, formato e legibilidade]* **das informações divulgadas nos Relatórios da Administração das companhias abertas brasileiras no período de 1997 a 2010?**

1.3 OBJETIVOS

1.3.1 Objetivo Geral

Analisar os fatores determinantes das características das informações divulgadas nos Relatórios da Administração das companhias abertas brasileiras do período de 1997 a 2010.

1.3.2 Objetivos Específicos

Para o alcance desse objetivo principal, tornaram-se necessários seguir os seguintes objetivos específicos:

- a) Identificar os fatores indutores de mudanças qualitativas nos RA;
- b) Especificar parâmetros/métricas para mensurar os padrões de publicações dos RA;
- c) Avaliar quais dos fatores indutores identificados influenciaram as características de publicação dos RA das empresas de capital aberto brasileiras, considerando o período do estudo e a amostra selecionada.

1.4 JUSTIFICATIVA E DELIMITAÇÃO DA PESQUISA

Quanto à relevância do tema, diversas são as pesquisas internacionais que utilizaram o conteúdo do RA como objeto de pesquisa, tais como os estudos de Beattie e Jones (1997) e Holder-Webb e Cohen (2007). Entretanto, no Brasil, observa-se que ainda existe certa carência de estudos que verificam as informações evidenciadas nesse relatório (FERNANDES; SILVA, 2009).

Assim, uma contribuição inovadora é quanto ao caráter metodológico: primeiro, porque esse estudo combina três técnicas de análise (análise de conteúdo, análise de legibilidade e análise de formato); segundo, porque a análise é realizada em uma amostra maior que os demais, com dados de uma série histórica de catorze anos, ou seja, que cobre todo o período de informações disponíveis no sítio da CVM. Essas contribuições são inéditas no Brasil, posto que a maioria das pesquisas encontradas, cujo objeto é o RA, utiliza-se apenas uma técnica de análise e com uma amostra menor que a proposta nesse estudo.

Foram pesquisados diversos estudos que utilizaram o Relatório da Administração como objeto de estudo. Com base nesses estudos, foram formuladas hipóteses que são aqui testadas, enquanto respostas tentativas à questão de pesquisa. Essas hipóteses estão apresentadas no Capítulo 2. Portanto, como contribuição teórica, a refutação ou não dessas hipóteses poderá apontar novos rumos para a pesquisa nesse campo.

Como apontado pelas pesquisas, o Relatório da Administração possui a característica de poder ser utilizado por uma maior gama de usuários, em função da sua maior facilidade de leitura e interpretação, principalmente quando comparados com as demonstrações contábeis, que exigem um maior conhecimento técnico. Dessa forma, ao identificar o *status quo* dos RA divulgados pelas empresas brasileiras, esse estudo poderá ser útil para subsidiar com evidências à CVM, como órgão fiscalizador, em exigir que as empresas de capital aberto publiquem um RA de maior qualidade e que, de fato, atenda as demandas dos usuários que utilizam desse relatório para sua tomada de decisão.

Buscando-se no sítio da Comissão de Valores Mobiliários, verifica-se que há disponibilidade de acesso às informações financeiras das empresas de capital aberto apenas de

1997 a 2010¹. Portanto, nesse trabalho são analisados exclusivamente os Relatórios de Administração das companhias brasileiras de capital aberto durante o período de 1997 a 2010.

1.5 ORGANIZAÇÃO DO TRABALHO

Esse trabalho encontra-se estruturado da seguinte maneira:

- Capítulo 1 – descreve o contexto, a questão da pesquisa, os objetivos (geral e específico), a justificativa e as delimitações da pesquisa, bem como a organização do trabalho;
- Capítulo 2 – traz o marco teórico, compreendido pelas teorias da agência e da divulgação e do gerenciamento de impressões; aborda aspectos da obrigatoriedade do Relatório da Administração, bem como as pesquisas realizadas utilizando-o como objeto de estudo; e as hipóteses e construção dos modelos que serão testados nessa pesquisa.
- Capítulo 3 – apresenta a metodologia de pesquisa, quanto à caracterização da pesquisa, à população e amostra e a coleta e tratamento dos dados;
- Capítulo 4 – apresenta os resultados da pesquisa, quanto: às características apresentadas nos RA (legibilidade, conteúdo e formato) das empresas

¹ A princípio, a ideia desse estudo era fazer a análise dos RA em um período de 20 anos de divulgação. Então, a pesquisadora contatou a Comissão, junto “Orientação a Investidores (SOI)”, em 09 de outubro de 2009. A Superintendência de Proteção e Orientação aos Investidores, da CVM, respondeu por e-mail na mesma data, que existia a possibilidade de que os dados poderiam ser acessados, mas que seria necessário entrar em contato na seção “Fale com a CVM” e registrar a consulta formalmente, com o recebimento de um protocolo eletrônico de consulta. Assim, foi feita a formalização da consulta e, no dia 13 de outubro de 2009, veio novamente a confirmação de que os dados de 1991 a 1997 não estavam disponíveis no sítio pois seriam anteriores à implementação do sistema eletrônico da CVM (ocorrida em 1998) e recomendaram que fosse contatado o Centro de Consultas, pessoalmente ou por endereço eletrônico. Depois, pelo telefone fornecido, Renato, responsável pelo setor, garantiu a disponibilidade das informações. Entretanto, no dia 11 de agosto de 2010, quando da coleta dos RA, feita presencialmente, percebeu-se que o órgão não possui esse relatório em seu arquivo, junto ao conjunto das demonstrações financeiras padronizadas (DFPs). Portanto, devido à indisponibilidade dos relatórios, limitou-se a analisar apenas o período em que as informações contábeis das companhias abertas estão disponíveis no sítio da CVM para consulta pública, ou seja, apenas a partir de 1997.

pesquisadas; ao estágio evolutivo dos relatórios; fatores influenciadores na evolução das informações divulgadas nos RA;

- e o Capítulo 5 traz as conclusões, compostas por reflexões sobre os achados; quais as implicações desse estudo para a academia e os praticantes do mercado; e, finalmente, as limitações dos achados da pesquisa e sugestões para pesquisas futuras.

2 MARCO TEÓRICO, HIPÓTESES E MODELOS DA PESQUISA

Esse capítulo discorre sobre as teorias que fundamentam essa pesquisa: as Teorias da Agência e da Divulgação. Discorre também sobre o problema do gerenciamento de impressões nos relatórios contábeis. A sessão 2 aborda o Relatório da Administração e apresenta as pesquisas realizadas com as narrativas contábeis. Na sessão 3, é realizada a construção teórica das hipóteses, bem como apresentados os modelos que são testados na pesquisa.

2.1 TEORIA DA AGÊNCIA, TEORIA DA DIVULGAÇÃO E GERENCIAMENTO DE IMPRESSÕES

2.1.1 Teoria da Agência

Jensen e Meckling (1976) mostram que diversas organizações estão sujeitas a incorrerem em problemas de agência. Esses problemas decorrem de um evento muito comum nas sociedades modernas (as sociedades por ações): a separação entre propriedade e controle. Nesse contexto, os proprietários delegam o controle das organizações aos administradores não proprietários, para gerirem a empresa conforme os seus interesses. Nesse sentido, os proprietários (denominados de principal) acreditam que a administração (agentes) trabalha com o objetivo de maximizar o seu bem-estar. Quando a administração toma determinadas decisões, poderá trabalhar com o objetivo de maximizar seus próprios interesses. Adam Smith

(1776, *apud* JENSEN e MECKLING, 1976), apresenta como se dá essa relação, no seguinte trecho:

Não se pode esperar que os diretores de tais sociedades [*joint-stock*], sendo gestores do dinheiro de outras pessoas, e não do seu, cuidem dele com tanta vigilância quanto os sócios de companhias limitadas o fazem. Como o administrador do dinheiro do homem rico, eles tendem a dar atenção às pequenas coisas não do ponto de vista de seu patrão, e tendem muito facilmente a se aproveitar dele. A negligência e o desperdício, portanto, prevalecem, até certo ponto, na gestão de tal tipo de empresa (tradução nossa).

No entanto, conforme apresentado por Jensen e Meckling, esse não é o único tipo de conflito, e tampouco o mais importante. Existem situações como: conflito agente e principal; conflito principal-agente; principal-minoritários; conflito agente-principal-auditoria independente (LEE; GU, 1998).

No caso de empresas de capital aberto, esses conflitos decorrem sob condições de assimetria de informações, isto é, uma parte possui informações relevantes das quais a outra parte é ignorante, ou ainda, relações entre dois indivíduos ou instituições em que um dos participantes tem uma vantagem informacional sobre o outro, e os objetivos individuais são conflitantes. Nesse cenário, a divulgação de informações contábeis torna-se um relevante instrumento capaz de ajudar a minimizar esse conflito, podendo gerar maior confiança na relação entre agente-principal.

Assim, como a administração conhece mais sobre a organização (sobre as expectativas, desempenho futuro) do que os investidores, torna-se relevante a divulgação das informações estratégicas, que a administração detém, e que não há obrigatoriedade legal de evidenciação. Portanto, a divulgação de informações é importante para o mercado de capitais, uma vez que os investidores têm dificuldades em determinar o estado dos negócios das empresas, a qualidade dos seus investimentos, os riscos contratados etc. (MACHO-STANDLER; PEREZ CASTILHO, 2001).

É nesse contexto de assimetria de informações que surgem os problemas do risco moral e da seleção adversa. Os problemas do risco moral surgem após a assinatura do contrato, pois o principal não pode observar (ou verificar) a ação (ou o esforço) do agente ou, no mínimo, controlar a sua ação (MACHO-STANDLER; PEREZ CASTILHO, 2001).

Porém, o problema da seleção adversa ocorre antes do contrato. Um exemplo é o dos compradores e vendedores, que, por não estarem suficientemente informados sobre a qualidade dos produtos, que estão sendo ofertados, e os compradores serem incapazes de identificar de forma precisa o valor do bem transacionado, tendem a utilizar um preço médio para todos os produtos (AKERLOF, 1970). De modo análogo, a seleção adversa ocorre, pois os investidores, em virtude da ausência de informações, não conseguem verificar o verdadeiro desempenho das empresas, de maneira que subavaliarão as empresas com boas perspectivas futuras (maior valor), enquanto entidades com perspectivas ruins (menor valor) serão superavaliadas.

Salotti e Yamamoto (2005, p. 59) apontam que a lógica do conceito de seleção adversa “pode ser percebida quando um comprador racional interpreta informação não divulgada como informação desfavorável sobre o valor ou qualidade do ativo”. Nesse sentido, empresas com ótimas perspectivas têm um incentivo maior para divulgar em detalhes essas expectativas, visto que os benefícios da divulgação compensam seus custos, enquanto que empresas com perspectivas ruins, não adiantam incorrer em custos de divulgação, pois, na ausência de divulgação, o mercado já interpretará essa situação. Assim, os investidores, sabendo da existência de uma informação não divulgada pela administração, irão interpretá-la como uma informação não favorável e vão pressupor que o preço atual do ativo está superestimado. Isso faz com que haja uma revisão para baixo no valor do ativo até que essa expectativa seja desmentida ou confirmada, com a divulgação da informação, mesmo desfavorável (SALOTTI; YAMAMOTO, 2005).

Uma maneira de minimizar os efeitos da seleção adversa é por meio da divulgação da maior quantidade possível de informações para que os investidores possam corrigir suas expectativas e, assim, conseguir diferenciar as boas empresas das más. Dessa forma, segundo Birchler e Büttler (2007), em um contexto de assimetria de informação, ter mais informações é sempre melhor do que não ter.

Outro ponto da assimetria de informação é que a pessoa mais bem informada pode mentir para a pessoa menos informada. Em muitos casos, ela ainda tem um incentivo para fazê-lo. Isso pode levar a custos de agência, sendo que esses custos podem ser minimizados, mas não totalmente eliminados. Um exemplo desses custos são as despesas com auditoria, que visam assegurar que a administração está relatando a verdadeira situação econômico-financeira da empresa.

Segundo Akerlof (1970), os custos decorrentes da desonestidade não se resumem àqueles assumidos pelo comprador “enganado”, mas também contemplam a perda de espaço no mercado para realização de negócios legítimos (seleção adversa). Contudo, apesar de tais custos serem percebidos, pelo menos individualmente, até que os benefícios acumulados para o grupo compensem os prejuízos, o grau de assimetria informacional não é diretamente observável.

2.1.2 Teoria da Divulgação

A Teoria da Divulgação, desde a década de 1980, vem sendo abordada pela pesquisa positiva internacional em Contabilidade (VERRECCHIA, 1983; 2001; DYE, 1985). Seu objetivo é descrever, por meio de modelos analíticos, uma teoria que possa prever os fenômenos, que explicam a divulgação de informações financeiras (*disclosure*). Como

exemplo dessas pesquisas, Salotti e Yamamoto (2005, p. 54) citam: “determinar qual é o efeito da divulgação de demonstrações contábeis no preço das ações, explicar quais as razões econômicas para que determinada informação seja divulgada voluntariamente etc.”

O trabalho de Verrecchia (2001) sintetiza os estudos realizados sobre a Teoria da Divulgação, sendo que esse autor caracteriza as pesquisas sob três óticas: (1) *Association-based disclosure* (Divulgação Baseada em Associação); (2) *Discretionary-based disclosure* (Divulgação Baseada em Julgamento); e (3) *Efficiency-based disclosure* (Divulgação Baseada em Eficiência).

As Pesquisas sobre Divulgação Baseadas em Associação estudam os efeitos da divulgação e as mudanças no comportamento dos investidores, sendo que o processo de divulgação é exógeno. Já as Pesquisas sobre Divulgação Baseadas em Julgamento procuram identificar quais fatores motivam a divulgação, sendo, nesse caso, um processo endógeno. Por fim, as Pesquisas sobre Divulgação Baseada em Eficiência buscam identificar, na ausência de conhecimento prévio sobre a informação, quais modalidades de divulgação são as preferidas, ou seja, quais os tipos de divulgação são mais eficientes (VERRECCHIA, 2001).

Entre essas três categorias de pesquisas propostas por Verrecchia (2001), esse estudo se enquadra na segunda categoria, como pesquisa baseada em julgamento, na medida em que busca identificar quais são os motivos que levaram os gestores a divulgar as informações financeiras nos RA, visto que a administração possui discricionariedade sobre o que divulgar e se divulga ou não alguma informação.

Portanto, nesse ambiente de divulgação, enquanto uma quantidade de informação financeira é obrigatória, os administradores podem ter informações adicionais cuja divulgação não é obrigatória, mas que também são úteis na avaliação das perspectivas futuras da empresa. Nesse sentido, o Relatório da Administração pode ser considerado um importante veículo de divulgação, que, bem utilizado, poderia ajudar a diminuir o problema da assimetria

de informações. Como o RA é um relatório que não apresenta um formato obrigatório a ser seguido e as informações apresentadas, são apenas sugeridas pela CVM, ele pode ser uma peça bastante útil para a divulgação dessas informações de caráter voluntário.

Nesse sentido, a premissa central da Teoria da Divulgação Voluntária, proposta por Dye (2001), é um caso especial da teoria dos jogos, na medida em que qualquer entidade pode divulgar, tendenciosamente, informações favoráveis a ela. O autor ainda apresenta o exemplo de uma empresa, que, na seção de destaque do seu relatório anual, menciona o seu sucesso em reduzir os custos diversas vezes, mas não informa nada sobre suas receitas. De acordo com a teoria, pode-se inferir que o crescimento das receitas da empresa foi decepcionante, mesmo antes de se verificar a demonstração de resultados da firma.

Conforme exposto por Dye (2001), nesse ambiente formado pelos usuários da informação contábil (considerado como um jogo), a empresa fornece informações financeiras para os mais diversos usuários, que as utilizam para reduzir suas incertezas, e a empresa precisa decidir se pode divulgar mais informações além das obrigatórias ou não deve divulgar, voluntariamente, informações adicionais. Como as empresas de capital aberto necessitam captar recursos financeiros no mercado, com o objetivo de financiar suas atividades e gerar resultados e, devido à escassez de recursos disponíveis, elas precisam ser transparentes e evidenciarem voluntariamente mais informações, com o objetivo de atrair para si esses recursos financeiros. Como os investidores estão interessados em empresas rentáveis e capazes de lhes gerar retorno, eles procuram investir seus recursos nas empresas que melhor sinalizarem isso.

Devido a esse ambiente de competição, no qual as empresas de capital aberto precisam divulgar informações com o objetivo de se tornarem mais atrativas aos investidores, uma solução para esse tipo de jogo seria por meio do equilíbrio de Nash que, segundo Pinho e Vasconcelos (2003, p. 254), reflete uma situação em que “um jogador escolhe a melhor

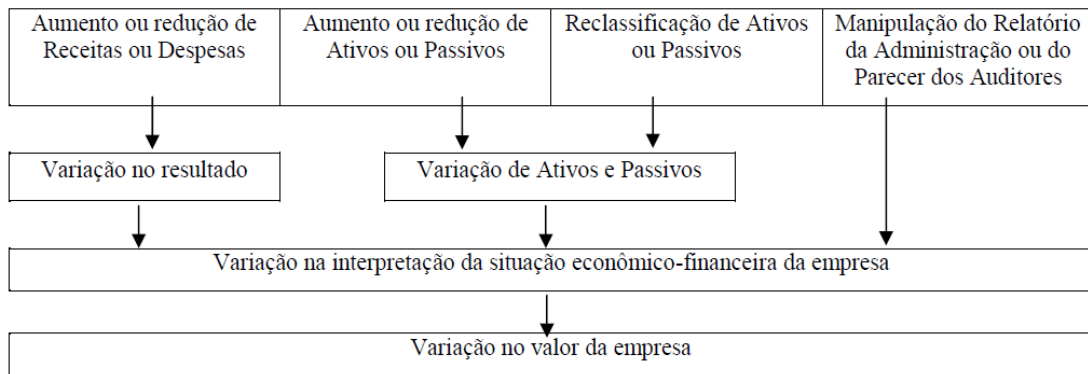
estratégia, dada a escolha do outro”. Pode-se supor, portanto, que uma empresa, conhecendo a estratégia de divulgação da empresa concorrente, divulgará tanto ou mais informações que a que divulgou primeiro, com o objetivo de atrair para si os investidores de capital.

2.1.3 Gerenciamento de Impressões

Os primeiros estudos sobre gerenciamento nos relatórios anuais identificaram o gerenciamento dos números contábeis (*earnings management*), e só recentemente a literatura tem-se voltado para o gerenciamento da apresentação (BEATTIE; JONES, 2000), que se dá por meio da manipulação das informações apresentadas nos relatórios, com o objetivo de gerar uma impressão equivocada da real situação econômico-financeira da empresa. Segundo esses autores, esse gerenciamento da apresentação pode ocorrer de várias formas, seja por meio da manipulação do conteúdo e da sintaxe das narrativas contábeis, seja pela manipulação no formato de apresentação de gráficos ou imagens (*impression management*).

Assim, *impression management* ou gerenciamento de impressão, considerado como uma extensão da literatura sobre gerenciamento de resultados (*earnings management*), refere-se ao processo pelo qual os indivíduos tentam controlar (ou manipular) as impressões de outros, porém, associado a um contexto mais amplo, da análise documental do relatório anual e, em particular, por meio de métodos de divulgação, como gráficos e ilustrações (SYDSERFF; WEETMAN, 2002).

Uma das formas de gerenciamento de resultados, segundo Kraemer (2005), é pela inclusão ou não de informações no Relatório da Administração, pois, dependendo da informação, inferem-se conclusões erradas, tanto sobre o passado quanto sobre as perspectivas futuras da empresa. A Figura 2.1 sintetiza as transações que afetam a informação contábil.

Figura 2.1 – Transações contábeis e suas consequências

Fonte: Costa et al. (2000, *apud* KRAEMER, 2005).

Conforme Beattie e Jones (2000), a literatura sobre gerenciamento da apresentação, relacionada ao relatório anual, dá-se em três grandes categorias: (1) estudos de análise de conteúdo – proveem evidências empíricas de que as narrativas contábeis são manipuladas, com o objetivo de melhorar as notícias positivas e ignorar as notícias negativas; (2) estudos da legibilidade e compreensibilidade – buscam verificar se as divulgações favoráveis são mais fáceis de ler do que as divulgações desfavoráveis nas narrativas contábeis; e (3) os estudos alternativos de apresentação (como imagens, gráficos e fotografias), que também têm sido utilizados para o gerenciamento de impressões.

Esses estudos, segundo Beattie e Jones (2000), têm demonstrado que o gerenciamento de impressões ocorre pelo desejo da administração de apresentar uma visão egoísta do desempenho da empresa e que, dessa forma, o gerenciamento de impressões contradiz com o propósito geralmente expresso da contabilidade, que é o de apresentar fielmente o desempenho financeiro anual das empresas, de forma neutra e imparcial.

Verifica-se, portanto, que há certo vínculo entre as três teorias ora abordadas: teoria da agência, teoria da divulgação e o gerenciamento de impressões. Isso porque, conforme se apresentou anteriormente, em um cenário de empresas com capital aberto, em geral, a

administração possui muito mais informações sobre as empresas que os proprietários. Dessa forma, a administração avaliaria quais fatores a motivariam, ao divulgar as informações sobre as empresas (Divulgação baseada em julgamento). Quando esses interesses são contrários aos dos proprietários, pode-se deduzir que a administração tenderia a gerenciar os resultados das empresas (ou mesmo a apresentação desses resultados nos relatórios), com o objetivo de demonstrar uma situação melhor ou mais favorável do que a verdadeira.

2.2 RELATÓRIO DA ADMINISTRAÇÃO E PESQUISAS SOBRE NARRATIVAS CONTÁBEIS

2.2.1 *Relatório da Administração*

No Brasil, o RA é uma peça integrante do conjunto de informações que as empresas de capital aberto colocam à disposição do público em geral, juntamente com as demonstrações contábeis, acompanhadas pelas notas explicativas e parecer da auditoria.

Segundo a pesquisa realizada por Procianny e Rocha (2002), o relatório anual das empresas brasileiras é, na maioria das vezes, elaborado pelo Diretor de Relação com os Investidores (69% dos pesquisados) e aprovado pelo presidente (75,4%). Ainda, segundo os pesquisados, o relatório anual é considerado o veículo mais utilizado pela companhia para a comunicação com seus acionistas (90,8%).

No Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários descreve quais são os temas exigidos no Relatório Anual, trazidos no artigo 133 da Lei 6.404 (CVM, 2009), quais sejam:

- a) aquisição de debêntures de sua própria emissão (art. 55, § 2º);
- b) política de reinvestimento de lucros e distribuição de dividendos constantes de acordo de acionistas (art. 118, § 5º);
- c) negócios sociais e principais fatos administrativos ocorridos no exercício (art. 133, inciso I);

d) relação dos investimentos em sociedades coligadas e/ou controladas evidenciando as modificações ocorridas durante o exercício (art. 243).

A CVM complementa no Parecer de Orientação nº 15, publicado em dezembro de 1987, as informações trazidas pela Lei para as companhias abertas, fazendo recomendações sobre as seguintes informações mínimas que devem ser apresentadas:

- a) descrição dos negócios, produtos e serviços;
- b) comentários sobre a conjuntura econômica geral;
- c) recursos humanos; números de empregados, investimento em treinamento, fundos de seguridade, planos sociais etc.
- d) investimentos realizados;
- e) pesquisa e desenvolvimento;
- f) novos produtos e serviços;
- g) proteção ao meio ambiente;
- h) reformulações administrativas;
- i) investimentos em controladas e coligadas;
- j) direitos dos acionistas e dados de mercado;
- l) perspectivas e planos para o exercício em curso e os futuros (CVM, 2009).

Em 1989, a CVM publicou o Parecer de Orientação nº 17, com o objetivo de apresentar procedimentos, que devem ser observados pelas companhias abertas e auditores independentes quanto à elaboração e à publicação das demonstrações contábeis, do relatório da administração e do parecer de auditoria. Nesse documento, a CVM afirma que o “acompanhamento das demonstrações contábeis de 1987 revelou uma melhoria na qualidade e na quantidade das informações fornecidas” e não apresenta novas orientações para o RA, por já terem sido “exaustivamente exemplificadas no Parecer de Orientação nº 15/87”. Entretanto, a Comissão reafirma a necessidade da apresentação dessas informações no RA, ao afirmar que a sua divulgação é considerada indispensável (CVM, 2010).

A CVM emitiu a Deliberação nº 488, em outubro de 2005, que traz, mais uma vez, uma proposta de conteúdo mínimo que deve ser apresentado no Relatório da Administração. Portanto, as empresas deverão divulgar informações sobre:

- a) descrição dos negócios, produtos e serviços, comentários sobre a conjuntura econômica geral relacionada à entidade, incluindo concorrência nos mercados, atos governamentais e outros fatores exógenos materiais sobre o desempenho da companhia; informações sobre recursos humanos; investimentos realizados; pesquisa e desenvolvimento de novos produtos e serviços; reorganizações societárias e programas de racionalização; direitos dos acionistas e políticas de dividendos, societárias e perspectivas e planos para o período em curso e os futuros;
- b) fatores principais e influências que determinam o desempenho, incluindo mudanças no ambiente no qual a entidade opera, a resposta da entidade às mudanças e seu efeito, a sua política de investimento para manter e melhorar o desempenho;
- c) fontes de obtenção de recursos da entidade;
- d) os recursos da entidade não reconhecidos no balanço por não atenderem à definição de ativos.

De acordo com essa Regulamentação, o Relatório da Administração deverá descrever e explicar quais as principais características do desempenho financeiro e os principais riscos e incertezas que a entidade enfrenta (CVM, 2010).

O Pronunciamento CPC 26, publicado e aprovado pela CVM, em julho de 2009, também trouxe informações acerca do RA. Segundo o pronunciamento, o RA deve incluir as seguintes análises:

- (a) dos principais fatores e influências que determinam o desempenho, incluindo alterações no ambiente em que a entidade opera, a resposta da entidade a essas alterações e o seu efeito e a política de investimento da entidade para manter e melhorar o desempenho, incluindo a sua política de dividendos;
- (b) das fontes de financiamento da entidade e a respectiva relação pretendida entre passivos e o patrimônio líquido; e
- (c) dos recursos da entidade não reconhecidos nas demonstrações contábeis de acordo com os Pronunciamentos.

Em novembro de 1995, foi criado o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e, em 2001, o Instituto publicou a primeira versão do documento denominado de Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, que adota a transparência, a prestação de contas, a equidade e a responsabilidade corporativa como princípios a serem seguidos pelas empresas (IBGC, 2010b). A quarta edição desse código, publicada em setembro de 2009, traz os seguintes textos relacionados ao RA:

O Conselho deve prestar contas aos sócios, incluindo um parecer sobre o relatório da Administração e as demonstrações financeiras, além de propor, para deliberação da

assembleia, a remuneração anual dos administradores, sempre vinculada a um processo de avaliação dos órgãos e de seus integrantes (IBGC, 2010a, p. 30).

Sobre a avaliação formal do desempenho do Conselho e de cada um dos conselheiros, tem-se: “Recomenda-se que o processo e os resultados da avaliação sejam divulgados aos sócios por meio de um item específico no relatório da Administração” (IBGC, 2010a, p. 39).

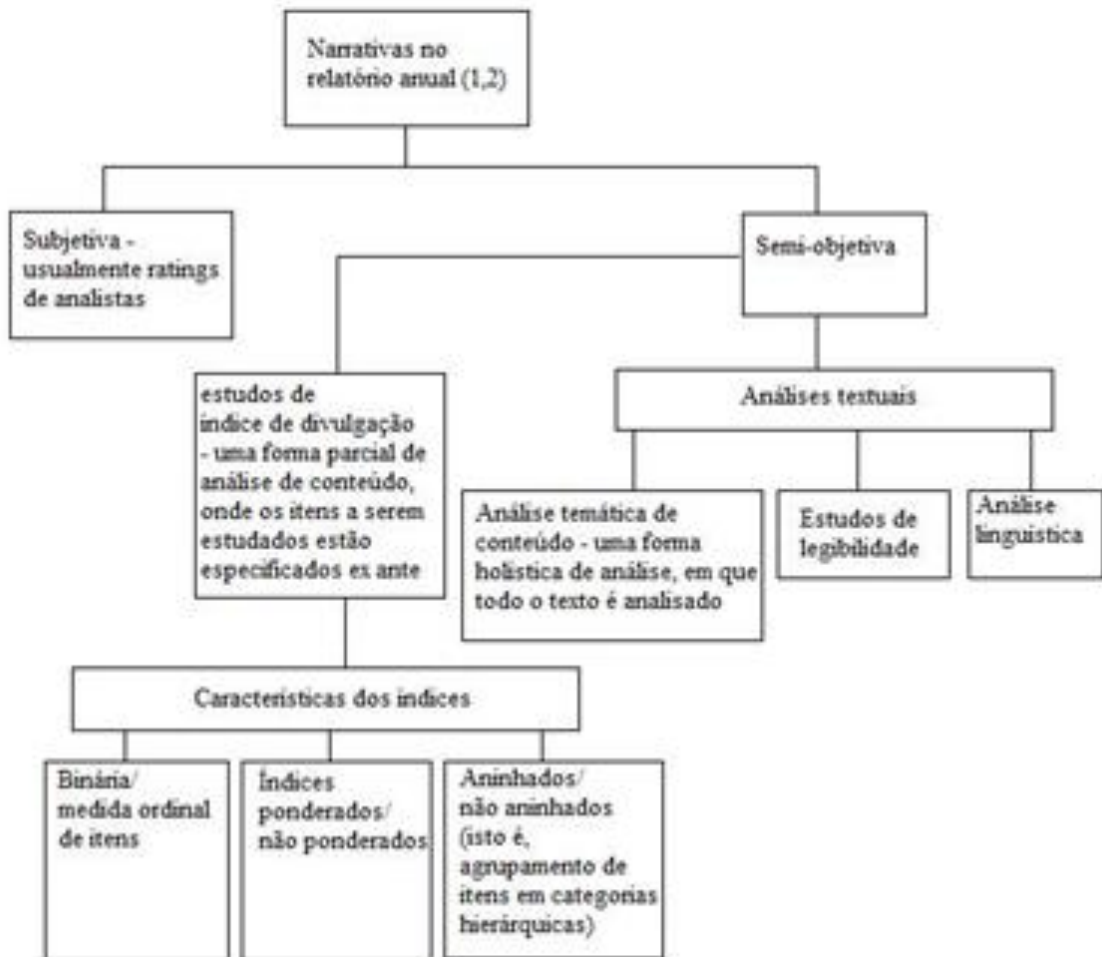
Em 2006, a Conferência das Nações Unidas para Comércio e Desenvolvimento (UNCTAD) publicou um guia sobre boas práticas para a apresentação de informações sobre a governança das empresas (*Guidance on Good Practices in Corporate Governance Disclosure – GGPCGD*), que revisa a publicação apresentada em 2002. Esse documento é apresentado em seis seções, sendo que a primeira trata sobre a evidenciação de informação financeira e a segunda sobre informação não financeira. Essa seção é detalhada nos seguintes assuntos: (a) objetivos da empresa; (b) composição do capital social e direito dos acionistas; (c) mudanças no controle e operações em partes substanciais de ativos corporativos; (d) estruturas e políticas de governança: (d.1) estrutura, papel e funções do conselho de administração, (d.2) comitês do conselho de administração; (d.3) normas éticas e estrutura de apoio; (e) membros do conselho e executivos principais: (e.1) obrigações e qualificações; (e.2) mecanismos de avaliação; (e.3) remuneração dos diretores; (e.4) planos de sucessão; (e.5) conflitos de interesses; (f) questões relacionadas com as partes interessadas e à gestão ambiental e social; (g) principais fatores previsíveis de risco; (h) independência dos auditores externos; e (i) função da auditoria interna (UNCTAD, 2010).

Como se pode observar, existem diversas normatizações e recomendações sobre informações que, embora não haja obrigatoriedade de cumpri-las, uma vez divulgadas nos RA, poderiam aumentar a sua utilidade.

2.2.2 Pesquisas sobre Narrativas Contábeis

De acordo com Beattie, McInnes e Fearnley (2004), a literatura existente sobre as narrativas dos relatórios anuais adota uma variedade de abordagens, com o objetivo geral de verificar a qualidade da divulgação. Nesse sentido, os autores apresentam a Figura 2.2, que traz as abordagens utilizadas nas análises dos relatórios anuais.

Figura 2.2 – Abordagens para a análise das narrativas nos relatórios anuais



Fonte: Beattie, McInnes e Fearnley (2004).

Conforme se pode observar na Figura 2.2, as análises dos relatórios anuais são divididas: (1) em análises subjetivas, baseadas em *ratings* de analistas; (2) e nas análises

semiobjetivas, divididas em estudos de índices de evidenciação e análises textuais, baseadas em análises do conteúdo temático, estudos de legibilidade e análises linguísticas.

Nesse sentido, as metodologias propostas nesse estudo, para a análise do RA, enquadram-se nas metodologias apresentadas pela literatura. Esse item discorre acerca das técnicas de análise empregadas nesse estudo, quais sejam: análise de conteúdo, análise da legibilidade e análise do formato em narrativas contábeis e apresenta estudos internacionais e nacionais que as utilizaram.

2.2.2.1 Pesquisas com Análise de Conteúdo no Relatório da Administração

A qualidade do *disclosure* corporativo, segundo Holder-Webb e Cohen (2007), tem elevado o nível de críticas do Congresso dos EUA e da SEC, sendo o Relatório da Administração (MD&A) objeto de atenção particularmente intensa. Essa narrativa, destinada a fornecer uma perspectiva sobre os resultados da empresa, é particularmente importante quando se tenta avaliar as perspectivas de investimento da empresa com desempenho marginal ou baixo. Nesse sentido, a entrada em dificuldade financeira implica em aumento do risco de inadimplência, risco de falência e na incerteza sobre os fluxos de caixa futuros da empresa. Enquanto essa dificuldade financeira é informada nos relatórios com números contábeis, o MD&A é o veículo oficialmente sancionado para explicações sobre a origem da dificuldade, bem como os planos de recuperação de rentabilidade e sustentabilidade das operações. Também, de acordo com os reguladores, o relatório deve fornecer detalhes sobre a liquidez, os fluxos de caixa e os fatores econômicos que afetam ambos, que não são capturados nas demonstrações financeiras baseadas nos GAAP.

No entanto, os administradores podem ser menos acessíveis em seu *disclosure*, se a divulgação sinalizar notícias negativas para os *stakeholders*, levantando-se preocupações potenciais sobre o comportamento ético (HOLDER-WEEB; COHEN, 2007). Neste estudo, Holder-Weeb e Cohen (2007) empregam um instrumento de propriedade para medir a qualidade da evidenciação do MD&A, para uma amostra de empresas, que entra em dificuldade financeira. É, portanto, avaliado se o comportamento do *disclosure* dessas empresas parece ser motivado principalmente por interesses econômicos ou éticos. Os resultados apontam que, em média, as empresas aumentam a qualidade da divulgação no ano da dificuldade financeira inicial. No entanto, os aumentos sustentados na qualidade da informação são limitados às empresas que, posteriormente, recuperam-se dessa dificuldade. Os resultados sugerem que as mudanças observadas na divulgação são dirigidas principalmente por considerações de ordem econômica, ao invés de ética, especialmente em bons tempos de economia.

Holder-Webb (2007) apresenta que a SEC, em 1987, após emitir o *Concept Release*, revisou os *Management Discussion and Analysis* (MD&A) de 359 empresas e encontrou que 345 desses relatórios não estavam adequados sob a expectativa do regulador. Esse autor provê, então, a criação de um índice para avaliar a qualidade do *disclosure* dos MD&A das firmas. Esse índice é baseado: (1) nos *guidelines* da SEC (FR 72, FRR 36); (2) em um *checklist* desenvolvido e validado por Hooks e Moon (1991, 1993); e (3) em uma revisão de *guidelines* de profissionais internos, de uma principal firma contábil internacional, ou seja, são baseados na interpolação de ênfases práticas e regulatórias. O autor sugere o uso desse valor quantitativo em outras análises empíricas ou experimentais.

Akhtaruddin e Haron (2010) buscaram examinar os vínculos entre a composição do Conselho de Administração, a eficácia do Comitê de Auditoria, medida pela proporção nesse comitê entre membros não executivos independentes e especialistas, e o *disclosure* voluntário

da corporação. Assim, os autores analisaram o conteúdo dos relatórios anuais de 124 empresas não financeiras listadas na Bolsa da Malásia e criaram um índice de transparência, por meio de um *checklist*, contendo 64 itens de informações gerais, de estratégia corporativa, governança corporativa, informações financeiras, de empregados, gráficas e de responsabilidade social. Os resultados do estudo indicam que a composição do Conselho de Administração está associada com menores níveis de divulgação voluntária, o que é consistente com a noção de que a composição do Conselho de Administração aumenta os custos decorrentes da assimetria de informação, entre a administração da empresa e os investidores externos. Os resultados do estudo também apontaram uma fraca associação entre a composição do Conselho de Administração, nas empresas em que há maior proporção de membros não executivos independentes no Comitê de Auditoria, e a divulgação de informações voluntárias pelas empresas. Esses achados, segundo os autores, apoiam a ideia de que as empresas o fazem com o objetivo de aumentar os níveis de divulgação e reduzir a assimetria entre a administração da empresa e os investidores. Porém, os autores afirmaram que não foi possível encontrar evidências para apoiar a noção de que membros especialistas no Comitê de Auditoria são eficazes para melhorar a qualidade dos relatórios financeiros. Além dessas hipóteses principais, o estudo ainda mostrou existir correlação positiva entre o nível de evidenciação e o tamanho da firma e a rentabilidade do patrimônio líquido (ROE), e negativa com a alavancagem (variáveis de controle utilizadas no modelo).

No Brasil, Almeida (1988) avaliou a evolução do nível de divulgação voluntária nos relatórios anuais de empresas industriais, com ações cotadas em bolsa, no período de 1984 a 1986. Ainda, o autor buscou verificar se essas variações poderiam ser explicadas por variações no tamanho e na rentabilidade das mesmas e se os itens julgados como importantes, por analistas financeiros, eram apresentados nesses relatórios. Os resultados do estudo mostram a existência de correlação apenas entre o nível de evidenciação e o tamanho da

empresa (logaritmo natural de ativos totais e de patrimônio líquido); e que os itens apontados pelos analistas financeiros como os mais importantes foram, respectivamente: “informações acerca de fatores que afetaram o desempenho da companhia no exercício encerrado”; “tendências do setor de atividade da companhia”; e “projeções de vendas físicas”. Já os itens considerados como menos importantes foram os relacionados aos funcionários: “planos de benefícios aos empregados” e “recursos humanos”.

Beuren (1991) replica o estudo de Almeida (1988), também com o objetivo de verificar o nível de evidenciação das informações voluntárias dos relatórios anuais das companhias abertas industriais e a sua evolução no tempo. A autora ainda buscou verificar a associação entre o nível de divulgação das informações com o tamanho da empresa e os interesses dos responsáveis pela elaboração desses relatórios; e a frequência de divulgação das informações voluntárias com o grau de importância atribuída por analistas financeiros e responsáveis pela elaboração, a esses itens de informação. Para a realização do estudo, foram buscados os relatórios financeiros de 26 companhias abertas industriais do exercício de 1997. A autora realizou, também, uma entrevista estruturada com os elaboradores dos relatórios anuais, quanto aos aspectos pessoais e comportamentais. Os resultados do estudo foram: (1) o nível de divulgação do ano de 1997 aumentou, quando comparado ao período de 1984 a 1986, porém ainda não é elevado; (2) existe associação entre o nível de divulgação de informações e o tamanho das empresas com o interesse de inovação dos contabilistas; e (3) existe associação positiva entre a frequência de divulgação de certos itens de informação e o nível de importância dado pelos contabilistas e analistas financeiros aos mesmos.

O primeiro estudo que buscou analisar o conteúdo apresentado no RA, comparando-o às recomendações do Parecer de Orientação nº 15, da CVM, foi o realizado por Falcão (1993), que analisou o conteúdo do RA de 92 companhias abertas publicado no Jornal Gazeta Mercantil do ano de 1989 e comparou os resultados com o conteúdo do RA de 43 companhias

no ano de 1990. O autor aponta que teve que adotar certa flexibilidade na análise, de maneira que, se a informação atendesse à metade do recomendado pela CVM, fosse considerada como divulgada, visto que, segundo o autor, se fosse imputado maior rigor, o resultado da pesquisa praticamente não apresentaria conceitos positivos. O autor apresenta as seguintes constatações: (1) em 1989, dez empresas não forneceram as informações mínimas recomendadas pela CVM, sendo que a empresa ABC XTAL nem apresentou o RA; (2) o item mais divulgado nos RA foi “comentários sobre a conjuntura econômica”, com 74,7% de frequência em 1989 e 83,7% em 1990; (3) o item menos divulgado foi “proteção ao meio ambiente”, com 3,3% de frequência em 1989 e nenhuma frequência em 1990; (4) o índice geral de atendimento às recomendações da CVM, nos dois anos analisados, situou-se em torno de 24,8%.

Mafera e Ness Jr. (2002) analisaram o conteúdo dos RA de 100 companhias abertas, no ano de 1998, com o objetivo de identificar se as companhias estavam atendendo aos critérios de evidenciação da CVM e da ONU. Nesse sentido, os autores apontaram que os temas mais frequentes nos RAs foram: descrição dos negócios, produtos e serviços (91%, requeridos pela CVM) e análise dos resultados e eventuais efeitos significativos, ocasionados por fatores internos e externos (83%, requeridos pela ONU). Os autores também procuraram verificar se havia correlação positiva entre o porte do auditor e nível médio de evidenciação do grupo por ele auditado. Os resultados encontrados apontaram uma correlação positiva de 0,3374 e *p-value* de 0,0735. Analisou-se também o grau de correlação entre o nível de evidenciação e alguns indicadores contábeis: ativo total (correlação de 0,4751); patrimônio líquido (0,4971) – ambos com *p-value* próximos de zero; rentabilidade (correlação de 0,1559 e *p-value* de 0,1559); e alavancagem (-0,0385 e *p-value* 0,7035). Esses resultados apontam a existência de correlação positiva entre os indicadores de porte das empresas, mas que não há correlação entre os índices de rentabilidade e alavancagem. Finalmente, os autores apresentam que 67%

dos RAs foram classificados como de baixa ou péssima adequação aos critérios da CVM, e 85%, quanto aos critérios da ONU, o que os levam a concluir que a qualidade desses relatórios é “muito ruim”.

Gonçalves e Ott (2002) examinaram os relatórios contábeis de 743 companhias abertas, no exercício de 2000, e apontaram que, dos 21 itens de evidenciação observados, os que as empresas mais apresentaram foram: programas envolvendo recursos humanos (25,4%); avaliação da situação econômico-financeira (21,2%); demonstração do Ebitda/Ladija (17,6%); e investimentos (16,8%). Quanto às empresas que mais divulgaram, foram: Embraer (16 itens); Petrobras (15); e Sabesp e Cemig (13).

Nossa e Carvalho (2003) analisaram o conteúdo dos relatórios de 50 empresas do setor de papel e celulose em nível mundial e concluíram que, quanto maior o tamanho da empresa, mais detalhadas são as informações ambientais.

Ponte, Oliveira e Moura (2007) analisaram a divulgação de informações avançadas e não obrigatórias nos RAs e Notas Explicativas de 95 empresas em 2002 e 119 em 2005. Comparando-se os onze itens apontados nos Pareceres de Orientação 15/1987, 17/1989 e 19/1990, da CVM, nos dois períodos, os autores observaram que não houve melhoria na divulgação, na medida em que quatro itens apresentaram menor evidenciação em 2005, e que não houve alteração nos outros sete itens. Ainda, os autores verificaram que, dos itens divulgados, os mais evidenciados foram: descrição dos negócios, produtos e serviços; conjuntura econômica; investimentos realizados e direitos dos acionistas.

Vicente et al. (2007) analisaram o conteúdo dos RAs de 36 companhias abertas listadas no novo mercado da BOVESPA, em 2005, e de 59, em 2006, com o objetivo de verificar o nível de aderência desses relatórios às diretrizes emanadas GGPCGD, publicado pela UNCTAD. Dos 18 itens propostos, de acordo com o guia, as empresas atenderam, em média, 4,08 itens, em 2005 e 4,47, em 2006. Os itens mais evidenciados em 2005 e 2006

foram idênticos, inclusive quanto aos percentuais: resultados financeiros e operacionais (86%) e independência da auditoria externa (83%); para os itens menos evidenciados, verificou-se: conflitos de interesses, em 2005, e remuneração da diretoria e conflito de interesses, em 2006, não sendo referidos por nenhuma empresa.

Melo, Ponte e Oliveira (2007) analisaram os Relatórios da Administração e as Notas Explicativas de 117 empresas brasileiras, no ano de 2006, buscando responder à seguinte questão de pesquisa: quais as informações de natureza avançada e não obrigatória evidenciadas pelas empresas no Brasil? Os autores desenvolveram um *check-list* com 21 itens, baseado nos Pareceres de Orientação da CVM n. 15/87, 17/89, 19/90 e 24/92, no conteúdo da cartilha de Governança Corporativa, do IBGC, e no Projeto de Lei n. 3.741 (que deu origem à Lei 11.638/2007). Os resultados do estudo apontam que nenhuma empresa divulgou entre 76% a 100% dos itens e que os itens mais divulgados no RA foram: descrição dos negócios, produtos e serviços (70 empresas), conjuntura econômica (65) e investimentos (63).

Gallon e Beuren (2008) realizaram uma pesquisa por meio da análise de conteúdo dos Relatórios da Administração de 55 companhias abertas brasileiras (31 empresas participantes do nível 1, 9 empresas do nível 2 e 15 do novo mercado da Bovespa), no ano de 2004. Para a análise, as autoras relacionaram os itens obrigatórios pela Lei nº 6.404/76, os recomendados pela CVM por intermédio do Parecer de Orientação nº 15/87 e outros itens de divulgação espontânea. Os dados foram separados nos seguintes grupos: *cluster 1* - evidencia pouco; *cluster 2* – evidencia; e *cluster 3* - evidencia muito. Sobre a evidenciação dos itens obrigatórios ou recomendados, conclui-se que 43 empresas (78,18%) evidenciam pouco, 11 empresas (20,00%) evidenciam e apenas a empresa Brasil Telecom S.A. (nível 1) evidenciou 497 sentenças relacionadas aos itens obrigatórios e recomendados. Com relação à evidenciação espontânea, obtiveram-se os seguintes resultados: 46 empresas (83,64%) evidenciam pouco, 7 empresas evidenciam e as empresas TAM S.A. e Brasil Telecom S.A.

evidenciam muito, com 87 e 88 sentenças respectivamente. Os resultados mostram que, comparando-se o número de sentenças evidenciadas de itens obrigatórios e recomendados a itens de divulgação espontânea, os primeiros são os de maior evidenciação, podendo-se concluir que os Relatórios da Administração apresentam ainda níveis relativamente baixos de evidenciação voluntária.

Pagliarussi e Scotá (2009) realizaram uma pesquisa com o objetivo de analisar se o conteúdo dos relatórios da administração poderia prever o risco financeiro de falência das empresas. Utilizando-se do mesmo procedimento realizado por Smith e Taffler (1992), foram analisados os relatórios de quinze empresas, do último exercício anterior à concordata ou falência, relativos às empresas falidas, e comparados com os relatórios de outras quinze empresas financeiramente saudáveis. Concluiu-se que, apesar de esses modelos terem sido desenvolvidos em um contexto institucional bastante diferente do Brasil, eles mostraram que o *disclosure* narrativo apresentado nos relatórios anuais representa uma fonte de informação importante para a análise da continuidade das empresas.

Souza (2010) realizou um estudo com o objetivo de identificar quais variáveis explicariam a similaridade entre os RA divulgados em anos subsequentes (2008 e 2009) de 311 empresas listadas na bolsa brasileira. Utilizando-se um *software* de análise de conteúdo, foram analisados os relatórios da administração, que verificou se haveria repetição nas informações que a administração divulga ao mercado. Os resultados encontrados mostraram que mais de 70% das empresas analisadas não apresentaram alterações significativas na estrutura do RA de 2009, em relação ao exercício de 2008, realizando apenas modificações pontuais como: data, nomes e valores. Outra conclusão do estudo refere-se ao tamanho da empresa, que pode influenciar positivamente nas alterações das informações contidas nos relatórios, o que pode sugerir, segundo a autora, “que a manutenção de estruturas similares de

relatórios é uma prática comum nas empresas brasileiras estudadas, independentemente das suas características” (SOUZA, 2010, p. 9).

A pesquisa realizada por Múrcia e Werges (2011) analisou 100 companhias abertas, nos anos de 2006 a 2008, com o objetivo de verificar se existe relação entre o nível de *disclosure* voluntário e o nível de gerenciamento de resultados, ou seja, se empresas com mais volume de informações gerenciariam menos seus resultados. Utilizou-se da análise de conteúdo dos relatórios contábeis, feita por uma métrica composta por 92 tipos de informação, divididas em 43 informações econômicas e 49 informações sociais. O modelo de Jones (1991) foi utilizado pelos autores para estimar o nível do gerenciamento de lucro. O estudo corroborou parcialmente a hipótese de que o *disclosure* econômico possui uma relação inversa com o nível de gerenciamento. Apesar disso, os resultados do estudo, segundo os autores, não permitem fazer conclusões definitivas, dadas as seguintes limitações: (1) erros de medição nos *accruals* discricionários, pois esses são estimados, e não obtidos de forma determinística; e (2) por existir outras variáveis exógenas, que foram omitidas do modelo, por não serem observáveis ou não estarem disponíveis, mas que afetam o *disclosure* ou o gerenciamento de resultados.

O estudo de Dias, Rodrigues e Colauto (2011) analisou a aderência entre as informações divulgadas nos relatórios narrativos (RA e Notas Explicativas) e nos Formulários 20-F, publicados por 16 empresas brasileiras com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) e na *New York Stock Exchange* (NYSE), no ano de 2007. Como resultado, verificou-se um baixo nível de aderência das empresas brasileiras pesquisadas entre as informações divulgadas aqui no Brasil em relação às divulgadas nos Estados Unidos. Ao contrário do que se esperava, as companhias não classificadas na Bovespa apresentaram maior grau de aderência, de aproximadamente 38%, das informações divulgadas no mercado brasileiro em comparação ao Formulário 20-F. Para as empresas classificadas no Bovespa, as

empresas participantes do Novo Mercado apresentaram uma aderência em torno de 29%; as do Nível 1, de 25%; e as do Nível 2 de aproximadamente 22%.

O estudo de Kos, Espejo e Raifur (2012) verificou se as informações divulgadas no RA seriam influenciadas pelo desempenho das empresas. Os autores analisaram o conteúdo do RA de 33 empresas no período de 2006 a 2010, classificando os assuntos abordados em 10 categorias: Operacional, Fluxo de Caixa, Resultado, Faturamento, Conjuntura Econômica, Mercado, Responsabilidade Social e Ambiental, Governança Corporativa, Tecnologia e Fontes e Usos de Recursos. Verificou-se a relação desses assuntos com sete indicadores de desempenho: Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido (ROE), Rentabilidade sobre o Ativo (ROA), Liquidez Corrente (LC), Endividamento (DIV), Crescimento das Vendas (VND), Margem Líquida (ML) e Giro do Ativo (GA). Com base no desempenho, dividiram-se as empresas em tercís, sendo o primeiro, denominado de Grupo A, composto por empresas de desempenho inferior; e o terceiro, Grupo B, composto por empresas de desempenho superior. Para as empresas com pior desempenho, verificou-se que os indicadores ROE e VND não influenciaram a divulgação de informações e, para as empresas com melhor desempenho, foram os indicadores VND e GA. Os assuntos Resultado, Responsabilidade Social e Ambiental e Governança Corporativa, para as empresas de pior desempenho, e Operacional, Fluxo de Caixa, Faturamento, Conjuntura Econômica, Responsabilidade Social e Ambiental e Governança Corporativa, para as de melhor desempenho, não receberam influência de nenhum indicador. Os demais assuntos apresentaram relação com os indicadores de desempenho, levando os autores a concluir que “existe um padrão informacional vinculado com o desempenho empresarial” (KOS; ESPEJO; RAIFUR, 2012, p. 13).

2.2.2.2 *Análise da Legibilidade e as Pesquisas sobre Legibilidade dos Relatórios Contábeis*

Segundo Williams et al. (2002), a legibilidade de uma mensagem escrita é essencial para a compreensibilidade. Assim, a teoria básica da comunicação descreve a comunicação como um processo em que o emissor codifica a mensagem pretendida, que será transmitida por meio de um canal de comunicação; cabe ao receptor receber a mensagem e decodificá-la, para que essa possa ser entendida. Assim, a mensagem será mais bem entendida, quando o emissor e o receptor têm experiências comuns. Dessa forma, os autores afirmam que a escolha de palavras em um documento é um fator que afeta a legibilidade, de maneira que palavras menores e mais familiares são mais fáceis de serem lidas, enquanto que palavras longas e mais difíceis fazem com que o documento se torne de mais difícil leitura (WILLIAMS et al., 2002).

De acordo com DuBay (2007), a facilidade de leitura requer uma interação entre as características do texto – o conteúdo, o estilo, o *design* e a organização – e as características do leitor – conhecimento prévio, a habilidade de leitura, o interesse e a motivação.

Segundo Flesch (1943, *apud* HOSSAIN; SIDDIQUEE, 2009), o estilo de escrita pode ser diagnosticado como difícil ou fácil, dependendo principalmente de duas coisas: (1) uma contagem de sílabas (o número médio de sílabas por 100 palavras); e (2) o comprimento médio da frase. A alta densidade da sílaba é, portanto, um indicativo da complexidade de palavras e da dificuldade de leitura. Um grande número de palavras por frase é também um sintoma de material que é difícil de ler. Em sua dissertação, Flesch publicou sua primeira fórmula para medir a legibilidade de material para leitura de adultos. Uma das variáveis utilizadas foi afixos² e a outra foi "referências pessoais", tais como pronomes pessoais e

² Na formação das palavras existem dois processos principais: a derivação e a composição. O processo de derivação ocorre quando, com base numa palavra primitiva, são obtidas outras palavras, denominadas derivadas.

nomes. Em 1948, Flesch publicou uma segunda fórmula, com duas partes. Na primeira parte, a fórmula de facilidade de leitura, diminuiu o uso de afixos e usou apenas duas variáveis: o número de sílabas e o número de sentenças para cada 100 palavras da amostra. Ela prevê a facilidade de leitura em uma escala de 1 a 100, com 30 como sendo "muito difícil", e 70, "fácil". Flesch escreveu que uma pontuação de 100 indica a leitura de matéria compreendida por leitores que tenham completado o 4º grau e são, na linguagem do censo americano, mal "alfabetizados". Na segunda parte da fórmula, Flesch prevê o interesse humano por meio da contagem do número de palavras pessoais (tais como pronomes e nomes) e frases pessoais (tais como aspas, exclamações e frases incompletas). Em 1976, um estudo encomendado pela Marinha americana modificou a fórmula de facilidade de leitura para produzir um grau de nível médio, conhecido como o *Flesch-Kincaid Grade Level*, ou a fórmula *Kincaid*. Ela é calculada com base no número médio de sílabas por palavra e o número médio de palavras por frase (HOSSAIN; SIDDIQUEE, 2009).

Por ser uma medida de complexidade sintática e semântica, baseada em apenas duas medidas – no comprimento das palavras e no comprimento das sentenças –, as fórmulas de legibilidade são criticadas por muitos *experts* em leitura (STEVENS; STEVENS; STEVENS, 1993). Esses autores apresentam exemplos para caracterizar esse problema. Em um primeiro exemplo, eles apontam as seguintes sentenças: (1) “Penso, logo existo.”; e (2) “Eu fui a um jogo de beisebol e comprei sanduíches, refrigerantes, pipoca e amendoins” (tradução nossa).³ Assim, segundo os autores, a fórmula *Flesch* consideraria a segunda sentença como mais difícil de ler do que a primeira pelo simples fato de ser mais longa. Da mesma forma que

Esse processo é feito por meio da inclusão de afixos: prefixos, colocados no início dos radicais (ex: **des**+igual = desigual); sufixos, acrescentados ao final (ex: limão+**ada** = limonada); e infixos, acrescentados ao centro, podendo ser uma consoante ou vogal de ligação entre dois radicais ou entre um radical e outro afixo (ex: café+**z**+al = cafezal (INFANTE, 1995).

³ 1. “I think, therefore I am.”; 2. “I went to the baseball game and bought hamburgers, soda, popcorn, and peanuts” (STEVENS; STEVENS; STEVENS, 1993).

palavras menores não necessariamente seriam mais compreensíveis que palavras maiores, tais como “nobre” e “televisão”, citadas pelos autores.

Outras limitações são apontadas por Guillemete (1989, *apud* WILLIAMS et al., 2002): (a) é possível escrever obscuramente, utilizando-se de palavras curtas e familiares e sentenças estruturadas com simplicidade; (b) as medidas tradicionais de linguística não são sensíveis a modelos de palavras não usuais, passagens não estruturadas ou significados especializados de termos; (c) elas não consideram as várias dezenas de outras variáveis linguísticas conhecidas ao correlacionar com a dificuldade de compreensão e de outras categorias de fatores relevantes, tais como formato, organização e conteúdo; (d) os pressupostos estatísticos sobre as variáveis nas fórmulas têm sido questionados; e (e) os resultados das fórmulas não são sensíveis a fatores baseados no leitor, tais como inteligência, experiência, habilidade de leitura e motivação.

A metodologia *Flesch* básica é ainda criticada pelos seguintes motivos: (1) a preocupação de que o índice *Flesch* incide apenas sobre o número de sílabas e duração da sentença, de maneira que outros atributos importantes como a sintaxe, estilo, formato, *design* gráfico, a lógica, a densidade conceitual, o interesse humano, a organização e o reforço não são considerados (COURTIS, 1998); (2) a preocupação de que, como o índice *Flesch* está agora com mais de 50 anos, não levou em conta a evolução e as mudanças na língua durante este período; (3) a aplicação do índice *Flesch* para textos técnicos de contabilidade pode ser inadequada, dado que originariamente foi para avaliar os textos da escola primária; (4) a preocupação de que os pesquisadores, por vezes, interpretam erradamente os resultados do teste *Flesch* quando eles informam seus resultados em termos de inteligibilidade e não de legibilidade (CLATWORTHY; JONES, 2001).

Apesar destas críticas, o teste *Flesch* tem sido o mais utilizado método pelo qual os pesquisadores contábeis avaliam a complexidade sintática dos seus textos narrativos

(CLATWORTHY; JONES, 2001). Por exemplo, até 1993, 20 de 26 estudos testando a capacidade de leitura de relatórios anuais utilizaram teste baseado na técnica *Flesch*. A resiliência do teste *Flesch* pode ser atribuída a uma série de fatores, mais notavelmente sua facilidade computacional, compreensibilidade e comparabilidade, sendo as principais vantagens dessa técnica (COURTIS, 1998).

DuBay (2007) afirma que as fórmulas de legibilidade são usadas há mais de 80 anos, pois até a década de 1940 eram usadas em segredo, quando então foram levadas para o mercado por escritores como Rudolf Flesch, George Klare, Dale Edgar e Jeanne Chall, sendo que, em 1980 já havia cerca de 200 fórmulas e que existem mais de mil estudos, que atestam sua robusta teoria e validade estatística, sendo as fórmulas de leitura amplamente utilizadas na educação, por editoras, negócios, empresas de serviços de saúde, pelo exército e indústrias. De acordo com o mesmo autor, “se há alguma coisa errada com as fórmulas, é que elas não são usadas o bastante” (DUBAY, 2007, p. 07, tradução nossa).⁴

Segundo Klare (1974/1975, *apud* WILLIAMS et al. 2002), o comprimento das sentenças e das palavras não “causam” a dificuldade de leitura, mas eles são bons “indicadores” de dificuldade. Além do mais, a imprecisão do teste *Flesch* poderia ocorrer em textos curtos; porém, em textos maiores, como é o caso dos RA, essa técnica tende a ser mais precisa.

De acordo com Hossain e Siddiquee (2009), muitas pessoas se sentem confortáveis ao ler textos dois graus abaixo do nível mais elevado de educação que concluíram. Segundo esses autores, tanto as cartas aos acionistas da *Microsoft Corporation* e da *American Express Company*, de 2001, possuem pontuação no nível do 12º ano na escala *Flesch-Kincaid*, o que significa que uma pessoa com dois anos de faculdade se sentiria confortável ao lê-los.

⁴ “If there is anything wrong with the formulas, it is they are not used enough.”

Smith e Tafler (1992) afirmam que a utilidade de um *disclosure* narrativo dependerá parcialmente da complexidade da exposição (sua legibilidade) e também da capacidade dos usuários em discernir o significado apropriado (sua compreensibilidade). Se a mensagem pretendida pelo preparador do *disclosure* contábil for comunicada com sucesso, o receptor deve ser hábil para ler e entendê-la. Os autores utilizaram as fórmulas *Flesch* e *LIX* para verificar a legibilidade de 66 *Chairman's Narrative* (Cartas do Presidente) de empresas falidas e não falidas, sendo que a associação entre esses dois *scores* apresentou um alto coeficiente de correlação ($r = 0,78$), com nível de significância de 0,001. Ambas as medidas verificaram que a legibilidade dos relatórios narrativos das empresas apresentou um nível “difícil” ou “muito difícil”.

Courtis (1998) realizou um estudo para verificar se a variabilidade da legibilidade estaria associada à divulgação de boas ou más notícias. Nesse sentido, o autor analisou 120 *Chairman's Statements* (Declarações do Presidente) de companhias listadas na bolsa de valores de Hong Kong, retirando três passagens de 100 palavras no início, meio e no fim das Declarações do Presidente e foram calculadas as pontuações de legibilidade *Flesch* para cada uma dessas três passagens; em seguida, calculou-se a média aritmética das três passagens para determinar a média geral dos *scores* de legibilidade; e finalmente, a pontuação de legibilidade geral para cada carta do presidente inteira. Os resultados encontrados mostraram que os relatórios são, frequentemente, de mais fácil leitura no início, difíceis no meio e de dificuldade média na última parte. Não foram encontrados indícios de que as notícias boas fossem de fácil leitura, enquanto que as más eram de difícil leitura. Ainda, foi verificado se havia associação entre empresas com maior cobertura na imprensa e a legibilidade, ou seja, se as empresas que estão “nos olhos do público” emitiriam relatórios anuais com variabilidade média global maior do que para as empresas que tinham pouca ou nenhuma exposição. A conclusão foi que a média das pontuações de legibilidade das empresas de alta cobertura de

imprensa foram inferiores, o que indicou que estavam mais difíceis de ler do que as empresas que tinham pouca ou nenhuma cobertura da imprensa. Em ambos os casos, portanto, a hipótese de obscurecimento é aceita, de que as empresas “aos olhos do público” parecem exercer o uso da escrita como uma ferramenta para manipular os leitores.

Clatworthy e Jones (2001) analisaram 60 Declarações do Presidente no Reino Unido (de 30 empresas com lucros e 30 com prejuízos), com o objetivo de verificar os possíveis determinantes da variabilidade da legibilidade. Assim como em Curtis (1998), foram retiradas três passagens: no início, meio e fim das Declarações do Presidente e foram calculadas as pontuações de legibilidade *Flesch*. A fim de explorar a estrutura temática da Declaração do Presidente, cada passagem foi lida de forma sistemática, utilizando-se a análise de conteúdo, de maneira que os temas foram codificados, contados e sintetizados em onze grandes temas: (1) futuro e/ou perspectivas; (2) resultados; (3) empregados; (4) aquisições e alienações; (5) resumo de grandes eventos; (6) discussão de grandes eventos; (7) visão geral do ano; (8) alterações no conselho; (9) operações; (10) segmentos de negócio e (11) finanças/investimento. Assim, foi verificada qual a localização dessas frases dentro das três partes do texto. Os resultados mostraram que a introdução das cartas é mais fácil de ler do que as outras partes e não há evidências de que os administradores usem a variabilidade da legibilidade para enfatizar boas notícias e ocultar más notícias. E que a administração parece empenhada em proporcionar um fácil entendimento da introdução, fornecendo uma visão geral dos resultados do ano de uma forma mais legível do que os assuntos que se seguem no meio e final.

O estudo realizado por Sydserrff e Weetman (2002), segundo os autores, responde ao pedido da literatura por estudos empíricos e metodológicos para que avancem na análise das narrativas contábeis. Nesse sentido, os autores desenvolvem um método que busca analisar o gerenciamento de impressão, baseado nas estruturas sintática e temática dos relatórios

narrativos. Assim, a análise de conteúdo, aplicada nas declarações do presidente e nos RA, foi realizada por meio de um índice de transitividade (tipo e forma do verbo) e da aplicação da análise baseada nos *scores* DICTION⁵. O objetivo foi verificar a hipótese de que não há diferença significativa entre o *score Flesch* de legibilidade, do índice de transitividade e no *score* DICTION para relatórios de “bom desempenho” e “desempenho pobre”. Os resultados do estudo mostram que ambas as técnicas são capazes de ser usadas na aplicação empírica em contabilidade, que contribui para a compreensibilidade do gerenciamento de impressão.

Li (2006) verificou se existe relação entre a legibilidade do relatório anual e o desempenho da empresa. O autor, utilizando os índices *Fog* e *Kincaid*, analisou a legibilidade de 55.719 relatórios anuais e verificou que os relatórios das empresas com menores lucros são mais difíceis de ler. Ainda, lucros positivos das firmas com relatórios anuais mais fáceis de ler são mais persistentes, sugerindo que os administradores podem ser oportunistas ao elaborar relatórios anuais de baixa legibilidade e ao ocultar informações negativas para os investidores.

Em 2006, a SEC adotou novas regras ao documento *Compensation Discussion and Analysis* (CD&A), com o objetivo de tornar as práticas de remuneração de executivos mais transparentes para o público investidor e para fazer divulgações de mais fácil entendimento. Nesse sentido, Laksmana, Tietz e Yang (2012) realizaram uma pesquisa com o CD&A de 329 e 310 empresas listadas na S&P 500, nos anos de 2007 e 2008, respectivamente, com o objetivo de analisar se a legibilidade do CD&A estaria associada à motivação da gestão para ofuscar divulgações de compensação, o que implicaria no gerenciamento de impressão. Foram utilizados quatro índices para determinar a legibilidade: *Flesch Reading Ease*, *Flesch Grade Level*, *Fog* e *Smog*. Os autores concluíram que os CD&A em média são muito difíceis de ler, mais apropriados para leitores com diplomas universitários ou pós-graduação. Também

⁵ Programa computadorizado de análise de conteúdo que examina um texto por tom verbal, que é medido por meio de cinco variáveis mestres: “segurança”, “otimismo”, “atividade”, “realismo” e “uniformização” (SYDSERFF; WEETMAN, 2002).

observaram que, em 2007, as empresas que pagaram aos CEO remuneração maiores que o salário de referência tendem a apresentar CD&A mais difíceis de ler, o que sugere, segundo os autores, que os gestores tendem a dificultar a leitura do texto quando uma parcela significativa de seu pagamento não poderia ser explicada pelos determinantes econômicos de compensação. Comparados aos de 2007, os CD&A de 2008 das empresas que pagaram remunerações superiores foram de mais fácil leitura. De acordo com os autores, a SEC, em outubro de 2007, emitiu um relatório sobre a sua primeira revisão nos requerimentos do CD&A e sugeriu que as empresas melhorassem a sua apresentação, entre outras coisas, usando uma linguagem simples e evitassem “clichês” nas explicações. Esse achado pode sugerir que a legibilidade dos CD&A tem aumentado em resposta à intensificação do exame público e da supervisão regulatória.

No Brasil, Fernandes e Silva (2009) analisaram o conteúdo e a legibilidade das informações contidas nos fatos relevantes das companhias abertas brasileiras, para responder a três questões: (1) quão difícil é ler um fato relevante? (2) existem alguns tipos de fatos relevantes mais difíceis de serem lidos do que outros? e (3) os fatos relevantes estão se tornando mais difíceis de serem lidos? Dessa forma, os autores analisaram 4.533 fatos relevantes publicados no período de 2002 a 2006, utilizando a fórmula *Flesch* para a verificação do grau de facilidade de leitura e concluem que apenas 10% desses são fáceis de ler e que, à medida que o tempo passa, os fatos relevantes se tornam de mais difícil leitura. Os assuntos de maior facilidade de leitura foram lucros, prejuízos e proventos em dinheiro.

Cunha e Silva (2009) investigaram a existência de evidência de gerenciamento de impressões, mediante a análise da facilidade de leitura das narrativas contábeis de empresas brasileiras com ações negociadas na BOVESPA. O período estudado refere-se aos anos de 2003 a 2007, com relação ao seu desempenho econômico - a variação no preço das ações, no valor do lucro, do ativo e da receita. Assim, o estudo analisa as Notas Explicativas e

Relatórios da Administração e utiliza também a fórmula *Flesch*, que classificou os textos, para a maioria dos casos, como de difícil leitura. Segundo os autores, os resultados encontrados sugerem fracas evidências de gerenciamentos de impressões nas narrativas estudadas. Entretanto há relação entre o porte da empresa, o crescimento contínuo e a melhora na facilidade de leitura de seus textos.

2.2.2.3 Análise do Formato e Pesquisas sobre Gráficos e Tabelas nos Relatórios Contábeis

De acordo com Beattie e Jones (1997), o uso de gráficos na evidenciação de informações nos relatórios anuais das companhias representa uma dimensão significativa na divulgação de informações financeiras feitas pela administração. Segundo Miranda et al. (2008), essa forma de comunicação auxilia na melhor compreensão pelo usuário das informações apresentadas nas demonstrações financeiras. Entretanto, Beattie e Jones (2002) demonstram que o uso de gráficos pode também prejudicar a comunicação das informações contábeis aos usuários, pois os preparadores do relatório anual podem facilmente manipular esses gráficos, de acordo com seus próprios interesses.

Nesse sentido, Beattie e Jones (1997) analisaram os RA de 176 principais empresas norte-americanas e inglesas, no ano de 1990. As conclusões apontam que 92% das empresas americanas e 80% das empresas inglesas utilizaram gráficos. As empresas americanas utilizaram uma média 13 de gráficos e 7,7 gráficos para as inglesas, no ano analisado.

Esses mesmos autores realizaram outra pesquisa com o objetivo de verificar, por meio de uma pesquisa experimental, a medida de distorção que pode afetar a percepção dos usuários quanto ao desempenho financeiro da empresa. A pesquisa constata que os usuários com níveis mais baixos de compreensão financeira apresentaram maior probabilidade de serem enganados por gráficos distorcidos (BEATTIE; JONES, 2002).

Twedt e Rees (2012) analisaram os relatórios de analistas, no ano de 2006, com o objetivo de verificar se os atributos qualitativos de “detalhe” e “tom” são significantes para explicar como o mercado responderia aos relatórios financeiros. A medida “detalhe” é definida por três aspectos: complexidade, comprimento do relatório e recursos visuais (gráficos, tabelas e quadros). A complexidade do relatório foi medida usando o *Fog Index* (que, segundo os autores, é uma medida comumente usada para medir a sofisticação da escrita). O tom do relatório é medido pela análise de conteúdo, realizada com a utilização do *software General Inquirer* e se destina a representar o realce de opinião do analista no valor da firma. A hipótese do estudo foi a de que os detalhes e o tom do relatório proporcionam *insights* aos participantes do mercado de capitais sobre o valor das previsões de lucros dos analistas e recomendações de ações (comprar, vender ou manter ações). Como se pode observar, essa pesquisa utiliza uma metodologia similar à empregada nesse estudo, ao analisar o conteúdo, a legibilidade e o formato do relatório de analistas.

No Brasil, Miranda et al. (2008) verificaram se empresas de capital aberto, que obtiveram lucros, apresentaram mais gráficos nos relatórios contábeis e se o conteúdo é diferente dos gráficos apresentados por empresas que tiveram prejuízo. Para realizar o estudo, os autores selecionaram 37 empresas, sendo 22 que tiveram lucro nos seus resultados e 15 que apresentaram prejuízos. As conclusões do estudo levaram os autores a aceitar as hipóteses levantadas, ou seja, as empresas com lucros apresentam gráficos em maior quantidade, dedicam maior área às representações gráficas e mostram gráficos com informações diferentes das que tiveram prejuízo como resultado financeiro. Ainda, os pesquisadores perceberam que as empresas que tiveram lucro menor que o do ano anterior apresentaram os relatórios com gráficos adicionais para explicar as causas da redução do resultado.

A pesquisa realizada por Silva e Lima (2007) buscou verificar se a forma como os demonstrativos e relatórios contábeis são apresentados influencia nas decisões dos usuários de

informações financeiras. Para isto, questionaram 1.850 discentes dos cursos de administração e ciências contábeis de instituições públicas e privadas, com o objetivo de saber se a utilização de recursos textuais e/ou gráficos na apresentação de informações financeiras alteraria a percepção e a decisão dos indivíduos. Os resultados do estudo mostram que o efeito da formatação dos gráficos e a forma como a informação é divulgada no Relatório da Administração alteraram a decisão. Para os questionados, a forma como os relatórios foram escritos mostra a preferência por trechos rebuscados, independente do tipo de informação apresentada (lucro ou valor de mercado), alterando suas decisões.

2.2.2.4 Conclusões sobre as Pesquisas

Conforme apresentado, percebe-se que o Relatório da Administração pode ser considerado um importante veículo de comunicação da empresa com público em geral. Isso se deve basicamente às suas características: um relatório menos técnico e de formato mais flexível que as demais peças contábeis, que, teoricamente, facilitaria a leitura e interpretação das informações ali divulgadas. Portanto, a premissa que se tem é a de que esse relatório seja legível a qualquer leitor, independentemente da sua graduação ter sido em Ciências Contábeis ou de formação semelhante.

Dos estudos pesquisados, apenas o realizado por Twedt e Rees (2012) apresentou metodologia similar ao proposto nessa pesquisa, porém o objetivo da pesquisa e o relatório analisado pelos autores foram outros – os relatórios dos analistas.

Verificou-se que os estudos realizados no Brasil, apresentados nesse referencial, utilizaram apenas uma técnica de análise no RA. Aqueles que analisaram o conteúdo do RA compararam-no com um padrão de divulgação, seja preestabelecidos pelas entidades

regulamentadoras, como CVM, IBGC, ONU, UNCTAD, ou mesmo desenvolvidos por analistas financeiros ou pelos próprios pesquisadores. Quanto à análise da legibilidade, foi encontrado apenas um estudo que utilizou essa técnica para avaliar as informações apresentadas no RA. E, com relação à análise do formato, duas pesquisas verificaram a utilização de gráficos e tabelas nos RA, demonstrando a escassez de estudos nessas linhas.

Outra constatação que se tem é quanto à série temporal utilizada nas pesquisas, que em sua maioria, limitou-se a estudar apenas um ano de divulgação, ou dois exercícios consecutivos. As maiores séries temporais aqui observadas foram as dos estudos de Kos, Espejo e Raifur (2012), Cunha e Silva (2009), que analisaram o conteúdo dos RA por um período de 5 anos.

Portanto, esse trabalho pode ser considerado inovador quando comparado com os trabalhos pesquisados, por utilizar três técnicas de análise e por ter os relatórios da administração de 130 empresas como objeto de estudo em um período de 14 anos, que cobre todo o período de informações disponível.

2.3 HIPÓTESES E MODELOS DA PESQUISA

As hipóteses desse estudo foram construídas com base, especificamente, no conhecimento familiar (senso comum), pela dedução lógica da teoria e por meio da comparação com outros estudos (LAKATOS; MARCONI, 1990).

As hipóteses testadas e analisadas nesse estudo são as seguintes:

2.3.1 Hipóteses que Utilizam a Análise de Legibilidade

Hipótese 1: Com o passar do tempo e em virtude da complexidade do mercado, os RA estão se tornando mais difíceis de serem lidos.

$$H_1: Flesch = f(\text{Tempo}_t, CM_t)$$

O estudo de Jones e Shoemaker (1994) verificou a legibilidade dos relatórios anuais, tendo como objetivo avaliar se, com o passar do tempo, os mesmos estavam ficando mais difíceis de serem lidos; já Fernandes e Silva (2009) avaliaram a legibilidade dos fatos relevantes. Assim como nesses estudos, testou-se se o *score Flesch* variou no tempo, à medida que o mercado foi crescendo.

A expressão linear utilizada para testar essa hipótese é:

$$FLESCH_{i,t} = \alpha + \beta_1 TEMPO_t + \beta_2 CM_t + \varepsilon \quad (1)$$

Sendo: $FLESCH_{i,t}$ = *score* da empresa *i*, no período *t*, calculado pela técnica *Flesch*; $TEMPO_t$ = variável *dummy*; CM_t = complexidade do mercado; ε = termo de erro.

A hipótese testada é de que $\beta_1 > 0$ e $\beta_2 > 0$ são significativos.

Hipótese 2: Existe diferença estatística entre o nível de legibilidade e o segmento econômico da empresa.

Existem segmentos da economia que não são regulados apenas pela CVM, como o caso das empresas elétricas, que sofrem regulação da Aneel, as de telecomunicações, da Anatel, e as instituições financeiras, do Banco Central do Brasil. Por esse motivo, é de se esperar que essas empresas apresentem um maior volume de informações no RA e que essas seriam mais legíveis que as informações divulgadas pelas demais empresas. Assim, essa

hipótese que se buscou verificar é a de que alguns segmentos da economia (os setores regulados) apresentam relatórios mais legíveis que outros.

$$H_2: FLESCH = f(S_i)$$

Sendo: S_i = verificou-se o setor de atuação da empresa, conforme CVM, e criou-se uma variável *dummy* para os setores regulados (empresas financeiras, elétricas e telecomunicações). Assume que os setores regulados apresentam relatórios mais legíveis que os setores não regulados.

A hipótese é testada utilizando-se o teste de média (teste *t*).

2.3.2 Hipóteses que Utilizam a Análise de Conteúdo

Hipótese 3: Com o passar do tempo e a complexidade do mercado, os RA estão apresentando maior diversidade de assuntos.

Assim como nos estudos de Almeida (1988), Beuren (1991) e Falcão (1993), essa hipótese busca verificar se houveram mudanças no conteúdo divulgado pelas empresas no RA.

$$H_3: \text{Variedade de assuntos} = f(\text{Tempo}_t, CM_t)$$

A variedade de assuntos tratados no RA, verificada por meio da análise de conteúdo, será computada por meio da seguinte expressão:

$$DIVERS_{i,t} = \sum_{i=1}^{13} \frac{(x_i - \bar{x})}{n} \quad (2)$$

Sendo: $DIVERS_{i,t}$ = variedade de assuntos da empresa *i*, no tempo *t*; x_i = número de frases no assunto “*i*”, sendo que o número de assuntos está limitado a treze, conforme a Tabela 3.2; \bar{x} = média da diversidade de assuntos.

$$\bar{x} = \sum_{n=1}^{13} \frac{x_i}{n} \quad (3)$$

É testado se:

$$DIVERS_{i,t} = \alpha + \beta_1 TEMPO_t + \beta_2 CM_t + \varepsilon \quad (4)$$

Sendo: $TEMPO_t$ = variável *dummy*; CM_t = complexidade do mercado; ε = termo de erro.

A hipótese testada é de que $\beta_1 > 0$ e $\beta_2 > 0$ são significativos.

Hipótese 4: Empresas com alto endividamento tendem a apresentar mais frases sobre perspectivas futuras e sobre conjuntura econômica.

O trabalho de Kos, Espejo e Raifur (2012) verificou que os indicadores Retorno sobre o Patrimônio Líquido, Retorno sobre o Ativo, Liquidez Corrente, Endividamento e Margem Líquida influenciaram na divulgação de informações no RA. O estudo de Rodrigues (2005) corroborou as hipóteses de que empresas com dificuldades financeiras utilizam mais frases sobre a conjuntura econômica e perspectivas futuras. Portanto, será testado se existe relação entre o endividamento da empresa e a divulgação de determinados assuntos no RA. As principais hipóteses levantadas são:

$$H_{4a}: Perspectivas_{i,t} = f(ECP_{i,t})$$

$$H_{4b}: Conjuntura_{i,t} = f(ECP_{i,t})$$

Testa-se, portanto, se:

$$ASSUNTO_{i,t} = a + \beta_1 ECP_{i,t} + \varepsilon \quad (5)$$

Sendo: $ECP_{i,t}$ = endividamento de curto prazo da empresa i , no tempo t ; ε = termo de erro.

A hipótese testada é de que $\beta_1 > 0$ é significativo.

Hipótese 5: Existe relação entre variáveis de conjuntura econômica e as informações divulgadas pelas empresas sobre cenário.

Os trabalhos de Staw, McKechnie e Puffer (1983) e Salancik e Meindl (1984), investigaram o gerenciamento de impressões nos relatórios anuais e constataram que os administradores em geral levam créditos por “boas notícias” e culpam o cenário econômico por “más notícias”. O estudo de Rodrigues (2005) também pôde confirmar as seguintes hipóteses: que os relatórios pessimistas apresentam mais frases sobre o cenário econômico; e que empresas com dificuldades utilizam mais frases sobre o cenário econômico. Dessa forma, testa-se se a conjuntura econômica realmente contribui para a divulgação de notícias sobre o cenário econômico.

$H_5: CONJUNTURA = f(PIB, Inflação, Câmbio, Risco Brasil)$

Assim como no trabalho Salancik e Meindl (1984), que utilizam como medida de crescimento econômico os seguintes indicadores nacionais: índice de preços ao consumidor, o índice de preço das ações e o produto interno bruto, esse trabalho utiliza a seguinte expressão:

$$CE_{i,t} = \alpha + \beta_1 \Delta PIB + \beta_2 \Delta INFL + \beta_3 \Delta CAMB + \beta_4 \Delta EBMI + \varepsilon \quad (7)$$

Sendo: $CE_{i,t}$ = número de frases sobre a conjuntura econômica da empresa i no período t ; ΔPIB = variação anual do Produto Interno Bruto (PIB); $\Delta INFL$ = variação anual do deflator implícito; $\Delta CAMB$ = variação no dólar; $\Delta EBMI$ = variação na medida de Risco Brasil.

A hipótese é de que $\beta_1 > 0$, $\beta_2 < 0$, $\beta_3 < 0$ e $\beta_4 < 0$.

2.3.3 Hipóteses que Utilizam a Análise do Formato

Hipótese 6: Empresas de maior porte e menor nível de endividamento, assim como o tempo e a complexidade do mercado, tendem a apresentar relatórios mais volumosos, ou seja, com mais palavras.

$$H_6: PAL_{i,t} = f(TEMPO_t, CM_t, ATIVO_{i,t}, ECP_{i,t})$$

O estudo de Eng e Mak (2003) verifica se a governança corporativa (estrutura de propriedade e a composição do conselho) é associada ao *disclosure* voluntário. Os autores analisaram a divulgação de informação sobre a estratégia, financeira e não financeira de uma amostra de 158 empresas listadas na Bolsa de Valores de Singapura. O propósito foi verificar se a menor participação dos administradores e a maior participação do governo influenciaram o volume da evidenciação voluntária. Como outras conclusões do estudo, os autores observaram que empresas maiores e com menor endividamento apresentaram relatórios com maior volume de informações. Mafra e Ness Jr. (2002) concluíram que o tamanho do patrimônio líquido é forte e positivamente correlacionado à qualidade das informações do RA, sendo que esta relação não pôde ser associada com a rentabilidade e o nível de alavancagem. Nossa e Carvalho (2003) também concluíram que, quanto maior o porte da empresa, maior o volume de informações divulgadas pelas empresas. Intuitivamente, portanto, é de se esperar que, com o passar do tempo e o crescimento do mercado de capitais, houvesse um maior volume de informações divulgadas pelas empresas no RA. Portanto, o seguinte modelo é testado:

$$PAL_{i,t} = a + \beta_1 TEMPO + \beta_2 CM_t + \beta_3 ATIVO_{i,t} + \beta_4 ECP_{i,t} + \varepsilon \quad (8)$$

Sendo: $PAL_{i,t}$ = a quantidade de palavras no RA da empresa i , no tempo t ; $TEMPO_t$ = variável *dummy*; CM_t = complexidade do mercado; $ATIVO_{i,t}$ = logaritmo do ativo da empresa i , no tempo t ; $ECP_{i,t}$ = endividamento da empresa i , no tempo t ; ε = termo de erro.

A hipótese estatística é de que $\beta_1 > 0$, $\beta_2 > 0$, $\beta_3 > 0$, $\beta_4 < 0$ são significativos.

Hipótese 7: Com o tempo e a complexidade do mercado, as empresas tendem a apresentar mais recursos visuais em seus relatórios.

$$H_7: GRAF_{i,t} = f(TEMPO_t, CM_t)$$

Da mesma forma que na hipótese 5, intuitivamente, é de se esperar que as empresas estejam aumentando a apresentação de gráficos e tabelas em seus RA, dada a relevância dessa apresentação, conforme apresentado pelas pesquisas de Beattie e Jones (1997) e Miranda et al. (2008). Portanto, testa-se:

$$GRAF_{i,t} = \alpha + \beta_1 TEMPO_t + \beta_2 CM_t + \varepsilon \quad (9)$$

Sendo: $GRAF_{i,t}$ = a quantidade de recursos visuais (gráficos e tabelas) no RA da empresa i , no tempo t ; $TEMPO_t$ = variável *dummy*; CM_t = complexidade do mercado; ε = termo de erro.

A hipótese testa se $\beta_1 > 0$ e $\beta_2 > 0$ são significativos.

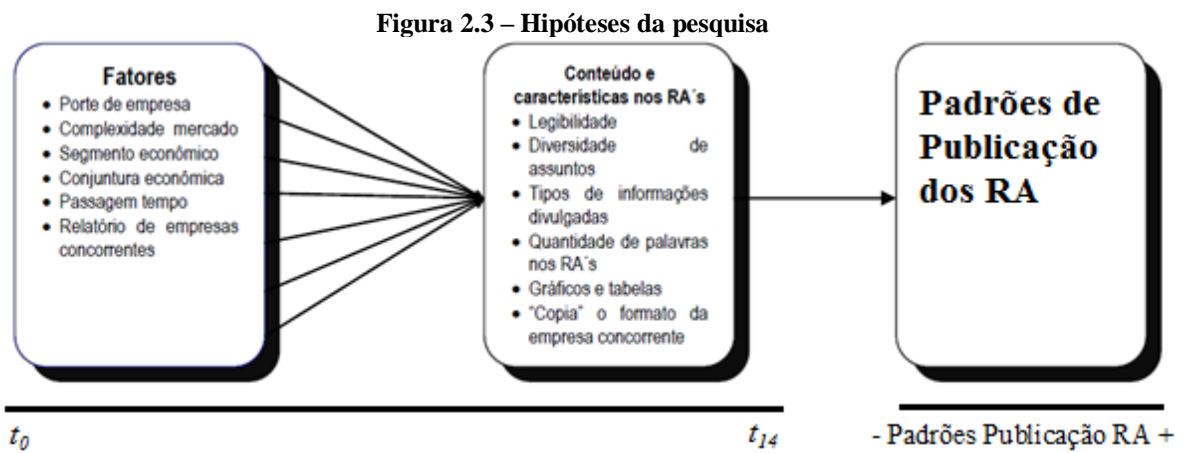
Hipótese 8: O tamanho do relatório de uma empresa está relacionado com o tamanho do relatório de uma empresa concorrente (“espelho”).

Conforme apresentado, a decisão sobre a quantidade de informações contábeis divulgadas pelas empresas pode ser caracterizada como um jogo, em que um jogador toma a sua decisão baseada na estratégia do outro jogador. Nesse sentido, a hipótese que se buscou

investigar é a de que, ao divulgar seus relatórios, as empresas tendem a se espelhar nas suas concorrentes, ou seja, o RA de determinada empresa seria semelhante ao de sua concorrente, quanto ao tamanho, formato e conteúdo.

Para testar essa hipótese, buscou-se o setor econômico de cada empresa, e foram escolhidas as maiores, em termos de valor de mercado, e de sua concorrente. Calcula-se a correlação entre o tamanho dos relatórios. Espera-se que a correlação entre eles seja elevada.

Em resumo, as hipóteses podem ser apresentadas, conforme a Figura 2.3:



Fonte: elaboração própria

Nesse sentido, conforme se observa na figura, cada seta representa uma hipótese que será testada de acordo com o método adequado. O Quadro 2.1 resume as variáveis dependentes e independentes utilizadas para testar as hipóteses da pesquisa.

Quadro 2.1 – Variáveis dependentes e independentes

	Item	Abreviatura
Análise de Formato dos RA	número de palavras	(<i>PAL</i>)
	número de frases	(<i>FRAS</i>)
	número de letras	(<i>LET</i>)
	número de gráficos e tabelas	(<i>GRAF</i>)
	número de palavras em cada frase	(<i>PALFRA</i>)
	número de letras por frase	(<i>LETFRA</i>)
	número de letras por palavra	(<i>LETPAL</i>)
Análise de Conteúdo dos RA	Apresentação/Conclusão	(<i>AP</i>)
	Descrição do Negócio	(<i>DN</i>)
	Conjuntura Econômica	(<i>CE</i>)
	Reforma da Administração	(<i>REF</i>)
	Desempenho	(<i>DES</i>)
	Auditoria	(<i>AUD</i>)
	Investimento	(<i>INV</i>)
	Dividendos	(<i>DIV</i>)
	Capital Social/Estrutura	(<i>CAP</i>)
	Endividamento/Financiamento	(<i>END</i>)
	Perspectiva	(<i>PERSP</i>)
	Governança Corporativa	(<i>GC</i>)
	Outras Informações	(<i>OI</i>)
Análise da Legibilidade dos RA	Índice de legibilidade	(<i>FLESCH</i>)
Variáveis de Desempenho	ativo	(<i>ATIVO</i>)
	capital próprio	(<i>CAPPROP</i>)
	liquidez corrente	(<i>LIQ</i>)
	retorno do patrimônio líquido	(<i>ROE</i>)
	endividamento de curto prazo	(<i>ECP</i>)
	margem líquida	(<i>ML</i>)
	giro do ativo	(<i>GA</i>)
Variáveis de Controle e Macroeconômicas	tempo	(<i>T</i>)
	complexidade do mercado	(<i>CM</i>)
	setor de atuação da empresa	(<i>S</i>)
	Produto Interno Bruto	(<i>PIB</i>)
	inflação	(<i>INFL</i>)
	câmbio	(<i>CAMB</i>)
	Risco Brasil	(<i>EBMI</i>)

3 METODOLOGIA

3.1 CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA

Quanto ao método, trata-se de uma pesquisa hipotético-dedutiva. A abordagem metodológica é a empírico-analítica, por se tratar de uma pesquisa aplicada e descritiva. Quanto aos procedimentos, é documental, por analisar Relatórios da Administração de empresas de capital aberto, ou seja, “é uma operação ou um conjunto de operações visando a representar o conteúdo de um documento sob uma forma diferente do original, a fim de facilitar, num estado ulterior, a sua consulta e referência” (MARTINS, 2009).

E, finalmente, quanto à abordagem do problema é quanti-qualitativa, pois foi feita análise de conteúdo dos relatórios qualitativos das empresas, com o objetivo de buscar as variáveis a serem testadas quantitativamente no modelo (MATIAS-PEREIRA, 2007). Segundo Martins e Theóphilo (2007), as duas abordagens “quali” e “quanti” não são percebidas como opostas, mas sim como complementares. Assim, para alcançar os objetivos propostos, foram utilizadas três técnicas que transformam as informações narrativas, de natureza qualitativa, em dados numéricos, para que seja possível se fazer inferências e análises.

3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA

No sítio da CVM há 752 companhias abertas com cadastro ativo na entidade, que representam o universo disponível de empresas de capital aberto⁶.

⁶ Pesquisa realizada no sítio da CVM, em 27 de março de 2011.

A população-alvo é definida por todas as empresas de capital aberto brasileiras, que divulgaram os Relatórios da Administração do período de 1997 a 2010, com cadastro ativo na CVM. Buscando-se na página da CVM, na *internet*, verificou-se que existiam 268 empresas com essa característica, ou seja, que tiveram seus pedidos de abertura de capital concedidos pela CVM até 1996, o que compõem a população do estudo. A Tabela 3.1 apresenta a quantidade de empresas, por ano de concessão.

Tabela 3.1 – Quantidade de empresas e ano da concessão do pedido à CVM

Ano	Quantidade	Ano	Quantidade	Ano	Quantidade
1932	1	1972	3	1985	7
1938	1	1973	6	1986	7
1943	1	1974	2	1987	1
1946	1	1975	2	1988	4
1950	1	1976	2	1989	2
1956	1	1977	61	1990	1
1958	1	1978	2	1991	5
1961	1	1979	5	1992	4
1966	1	1980	10	1993	6
1968	7	1981	6	1994	17
1969	17	1982	8	1995	22
1970	6	1983	1	1996	21
1971	18	1984	6		
Total					268

Fonte: Pesquisa feita no sítio da CVM, em 27 de março de 2011.

Em nova consulta à página da CVM, realizada em 28 de maio de 2012, verificou-se que, das 268 empresas, quatro não aparecem mais no sítio ou não há informações disponíveis. São elas: Fertilizantes Fosfatados S.A., Fosfertil, Globex Utilidades S.A., Indústrias Romi S.A. e São Paulo Alpargatas S.A. Ainda, verificou-se que 26 empresas tiveram seus registros cancelados na Comissão até essa data, ou seja, não estão mais ativas, redefinindo-se, assim, a população a 239 empresas.

Ao tentar capturar os RA dessas empresas, verificou-se que 48 não apresentaram o RA de todo o período da análise, ou seja, os 14 anos, restando 191 empresas.

Dessas, foram retiradas ainda sete empresas: (1) Companhia Energética do Ceará (Coelce), por apresentar o RA de 1997 apenas contendo a informação “Balanço em anexo”; além do mais, em alguns períodos consecutivos, verifica-se que grande parte do texto do RA dessa empresa apresenta os nomes do Conselho de Administração, bem como o currículo dos membros; (2) Companhia Paranaense de Energia, cujos RA de 1997 a 1999 contêm apenas a seguinte frase: “O relatório da diretoria está apresentado anexo à DFP elaborada na forma da legislação societária.” (3) Companhia de Tecidos Norte de Minas (Coteminas), por apresentar, nos anos de 2007 a 2009, as Notas Explicativas, ao invés do RA; (4) Correa Ribeiro S.A. Ind. e Comércio, que, em 2006, apresenta o documento em branco, apenas contendo a frase “Relatório da Administração”; (5) DHB Indústria e Comércio S.A., por apresentar o RA de 1997 contendo parte do texto repetindo-se diversas vezes, além do RA de 2010 que é um documento em branco; (6) Lark S.A. Máquinas e Equipamentos, por apresentar, em 2005 um relatório contendo o Parecer dos Auditores e as Notas Explicativas, ao invés do RA; (7) Net Serviços de Comunicação S.A., que divulga o RA de 1997 contendo apenas a frase: “Segue em anexo”; restaram, portanto, 183 empresas.

Desse total, selecionou-se aleatoriamente uma amostra de 130 empresas, o que representa aproximadamente 71% da amostra inicial do estudo. O Quadro 3.1 resume o processo de seleção final da amostra.

Quadro 3.1: Seleção da amostra

População inicial =	268 empresas
	-4 informações indisponíveis
	-26 registros cancelados
	-48 não apresentam o RA em todos os anos
	-7 RA inadequados
Amostra inicial	183 empresas
Amostra final (71%)	130 empresas

3.3 COLETA E TRATAMENTO DOS DADOS

3.3.1 *Variáveis Dependentes*

3.3.1.1 *Análise de Conteúdo*

A análise de conteúdo foi utilizada para investigar se houve mudanças no conteúdo divulgado nos relatórios ao longo do período analisado. Essa técnica consiste em criar categorias, onde o pesquisador decodifica um texto em diversos elementos, que são classificados para formar agrupamentos analógicos. Nesse sentido, a análise por tema é um tipo de categorização, que consiste em isolar temas do material coletado e extrair as partes utilizáveis e correlacionáveis ao problema de pesquisa, que permitiriam a comparação com outros textos escolhidos do mesmo modo (RICHARDSON, 1999).

Martins e Theóphilo (2007) afirmam que a análise de conteúdo ganha força e valor quando tem o apoio de um referencial teórico na construção das categorias de análise e que ela pode ser feita por meio da adoção de categorização já testada em outros estudos. Nesse sentido, foi utilizada a categorização utilizada por Rodrigues (2005) e Silva, Rodrigues e Abreu (2007), a qual cria categorias de análise baseadas no Parecer de Orientação da CVM n. 15. No estudo, as informações do RA estão relacionadas a doze categorias ou assuntos abordados: apresentação ou conclusão, descrição do negócio, cenário econômico, reformas da administração, desempenho, auditoria, investimentos, dividendos, capital social ou estrutura, endividamento ou financiamento, perspectivas futuras e outras informações. Esse estudo amplia para treze categorias, acrescentando-se o assunto governança corporativa, como exposto no Quadro 3.2.

Dessa forma, a classificação das frases nessas categorias foi elaborada com base nas recomendações desse parecer, bem como no *Caderno CVM 8 – Principais Direitos dos*

Acionistas Minoritários de Companhias Abertas, que traz um capítulo acerca do Direito à Informação.

Quadro 3.2 – As categorias e a aplicação do sistema de classificação

Categorias	Exemplos
Apresentação/ Conclusão	Apresentação das demonstrações contidas no relatório e a conclusão traz o fechamento do relatório, incluindo os agradecimentos.
Descrição do Negócio	Descrição dos negócios, produtos e serviços: histórico das vendas dos últimos anos; descrição e análise por segmento ou linha de produto.
Cenário Econômico	Comentários sobre a conjuntura econômica geral: concorrência nos mercados, atos governamentais e outros fatores exógenos relevantes sobre o desempenho da companhia
Reformas da Administração	Recursos humanos: número de empregados no término dos dois últimos exercícios e "turnover" nos dois últimos anos, segmentação da mão-de-obra segundo a localização geográfica; nível educacional ou produto; investimento em treinamento; fundos de seguridade e outros planos sociais. Pesquisa e desenvolvimento: descrição sucinta dos projetos, recursos alocados, montantes aplicados e situação dos projetos. Novos produtos e serviços: descrição de novos produtos, serviços e expectativas a eles relativas. Proteção ao meio-ambiente: descrição e objetivo dos investimentos efetuados e montante aplicado. Reformulações administrativas: descrição das mudanças administrativas, reorganizações societárias e programas de racionalização.
Desempenho	Variação das receitas no período em montantes ou em percentuais; indicadores de desempenho.
Auditoria	Nome da entidade que exerce a atividade de auditoria externa e os valores correspondentes aos honorários pagos no período.
Investimento	Investimentos: descrição dos principais investimentos realizados, objetivo, montantes e origens dos recursos alocados. Investimentos em controladas e coligadas: indicação dos investimentos efetuados e objetivos pretendidos com as inversões. Informações, mesmo que de forma mais sintética, relativas às empresas investidas.
Dividendos	Direitos dos acionistas e dados de mercado: políticas relativas à distribuição de direitos, desdobramentos e grupamentos. A justificativa para a não distribuição do dividendo obrigatório em função do entendimento da administração de que seu pagamento seria incompatível com a situação financeira da companhia.
Capital Social/ Estrutura	Informações sobre a composição do capital social e montantes: número de ações, bônus de subscrição, opção de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo. Valor patrimonial das ações, negociação e cotação das ações em Bolsa de Valores. Indicadores de estrutura de capital e a sua comparação entre os períodos.
Endividamento/ Financiamento	Endividamento e financiamento: empréstimos realizados, objetivos, montantes e origens dos recursos alocados; indicadores de endividamento e a sua comparação entre os períodos.
Perspectivas	Perspectivas e planos para o exercício em curso e os futuros: poderá ser divulgada a expectativa da administração quanto ao exercício corrente, baseada em premissas e fundamentos explicitamente colocados, sendo que esta informação não se confunde com projeções por não ser quantificada.
Governança Corporativa	Expõe sobre transparência, relacionamento entre seus acionistas, aplicação de práticas de governança.
Outras Informações	Informação que não se enquadrar em nenhum dos tópicos anteriores.

Fonte: Elaboração própria, baseada em CVM (1987; 2009).

Alguns exemplos de como foi realizada essa análise são apresentados no Quadro 3.3.

Quadro 3.3 – Exemplos de categorização na análise de conteúdo

Categorias	Exemplo
Apresentação/ Conclusão	Submetemos à apreciação de V.Sas. as Demonstrações Financeiras da [EMPRESA], bem como as demonstrações financeiras consolidadas, referentes ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2003. A [EMPRESA] agradece a confiança e o apoio dos clientes, acionistas e colaboradores.
Descrição do Negócio	A [EMPRESA] é uma companhia de capital nacional que desenvolve suas atividades no ramo da indústria cerâmica com a produção e comercialização, nos mercados interno e externo, de pisos e revestimentos cerâmicos esmaltados, [...]
Cenário Econômico	Os efeitos da crise financeira iniciada em 2008, que impactou o ambiente econômico em todo o mundo e, conseqüentemente, os setores de papel e celulose, foram sentidos com mais intensidade nos primeiros dois trimestres do período.
Reformas da Administração	Ao assumir o controle, a nova administração fixou como metas principais: o plano de transformação da Companhia; a redução das perdas comerciais; a redução do volume das contas a receber vencidas; e o acompanhamento da geração de caixa.
Desempenho	Nosso resultado líquido apresentou um crescimento de 95% em relação ao exercício anterior.
Auditoria	Ao mesmo tempo informamos que os serviços contratados aos Auditores Independentes se restringem especificamente ao trabalho de Auditoria das Demonstrações Financeiras.
Investimento	A [EMPRESA] investiu no exercício R\$ 14,8 milhões, destinados a aumento de capacidade, melhoria de tecnologia e aumento da produtividade.
Dividendos	O Conselho de Administração, em reunião realizada no dia 20/12/2001, aprovou um crédito aos senhores acionistas no total de R\$ 15.871 mil, efetuado em 28/12/2001, correspondente a juros sobre o capital próprio.
Capital Social/ Estrutura	O Patrimônio Líquido da Companhia, no exercício de 1998, é de R\$ 345,4 milhões, com o equivalente valor patrimonial das ações de R\$ 502,51, o lote de mil.
Endividamento/ Financiamento	O endividamento financeiro líquido (empréstimos e financiamentos, menos disponibilidades) em 31/12/2007, totalizava R\$ 38,0 milhões, montante este 14% inferior ao do exercício anterior (R\$ 44,0 milhões em 31/12/2006).
Perspectivas	Nossa expectativa para 2004 - e a ela a Cia adequou o seu planejamento - é de um ano de crescimento moderado da economia brasileira, em função das incertezas que ainda persistem nos cenários interno e externo.
Governança Corporativa	A [EMPRESA] está comprometida em manter um relacionamento transparente com o mercado e com seus investidores.
Outras Informações	A Sociedade, durante o ano de 2004, deu prosseguimento às medidas judiciais que visam a consolidação de seus direitos, bem como o recebimento de seus créditos.

Fonte: elaboração própria, com trechos extraídos dos RA.

Sena et al. (2009) criticam essa análise, afirmando que tais classificações estão sujeitas a subjetividades, inconsistências e erros, inerentes ao próprio leitor, e que ainda demanda muito tempo e trabalho. Os autores sugerem que uma possível solução seria a automatização de computadores domésticos, por meio de algoritmos de aprendizagem de máquina (programas disponibilizados gratuitamente). Entretanto, Clatworthy e Jones (2001) afirmam que essa análise também envolve um processo de codificação subjetiva, mesmo quando ela é realizada por meio de computador, visto que é baseada em métodos que normalmente

envolvem contagens de frequência de ocorrências de palavras-chave que exigem um elemento de subjetividade na interpretação dos fatores.

Sena, Silva e Arrial (2010, p. 39) desenvolveram um programa para analisar o conteúdo de fatos relevantes publicados por companhias abertas brasileiras em otimistas, pessimistas e neutros. Os autores afirmam que o desempenho do programa obteve uma acurácia de 80,89%, o que levaram os autores a afirmar que “o classificador foi bem-sucedido em sua tarefa”. Apesar disso, os autores também apresentam outras limitações da análise de conteúdo, realizada por meio de sistema computacional, ou aprendizagem de máquina:

Com relação à limitação do método, o uso do algoritmo bayesiano pode ser ineficiente em tarefas de classificação que envolvam atributos correlacionados e dados de treinamento redundantes. Além disso, o desempenho do classificador depende do poder discriminatório dos termos selecionados e da representatividade e qualidade dos bancos de dados, por isso o classificador deve ser aplicado em áreas que apresentam conceitos consolidados na literatura, fundamentos teóricos estabelecidos e grupos de pesquisa atuantes (SENA; SILVA; ARRIAL, 2010, p. 40).

Observa-se, portanto, que a questão da subjetividade da análise de conteúdo é uma das principais limitações, porém, é também inerente às pesquisas qualitativas. Nesse sentido, para aumentar a confiabilidade da análise, os relatórios foram analisados por apenas um pesquisador, o que gera homogeneidade no critério de avaliação, e utilizou-se de poucas categorias, o que, segundo Kolbe e Burnett (1991 *apud* OLIVEIRA, 1999), aumenta a chance de concordância entre dois ou mais avaliadores.

Nesse sentido, cada frase do RA foi analisada e classificada em uma das 13 categorias, conforme o assunto tratado, sendo que, ao final, todas as frases do relatório foram analisadas e categorizadas. A escolha da utilização de frases como medida de análise foi feita dada a sua maior precisão de contagem e por ser uma informação completa, ao contrário da utilização de palavras, pois se infere o significado a todas as palavras em conjunto, levando a uma maior compreensão do significado de cada divulgação (ALVES, 2011).

Ao final, cada frase divulgada no RA representa um assunto abordado no relatório recebendo, portanto, peso de 1 ou 0,5, caso uma mesma frase trate de dois assuntos. No final, o somatório das frases foi ponderado pelo total de frases divulgadas no relatório.

3.3.1.2 Técnica Flesch

Para verificar a legibilidade, foi utilizada a técnica *Flesch*, que verifica a facilidade de leitura alcançada segundo um *score* padrão. Essa técnica de análise de legibilidade é realizada utilizando-se a ferramenta de revisão de gramática e ortografia do *software Microsoft Office Word 2007* - versão em português. Essa ferramenta apresenta as seguintes estatísticas: (1) contagem: a quantidade de caracteres, palavras, sentenças e parágrafos; (2) as médias: sentenças por parágrafos, palavras por sentenças, e caracteres por palavras; e (3) a legibilidade: sentenças na voz passiva, método *Flesch* e Grau *Flesch-Kincaid*. Os testes *Flesch* e *Flesch-Kincaid* apresentam o índice de legibilidade do texto, baseando sua pontuação no número médio de sílabas por palavras e de palavras por sentenças (MICROSOFT WORD, 2010).

O teste *Flesch* apresenta o nível de dificuldade de leitura e *score*, que varia de 0 a 100, sendo que, quanto mais alta a pontuação, mais fácil será o entendimento do texto (MICROSOFT WORD, 2010). A equação 1 é utilizada para calcular a pontuação *Flesch Reading* é:

$$Score = 206,835 - (1,015 \times ASL) - (84,6 \times ASW) \quad (10)$$

Onde: *Score* = posição em uma escala de 0 (difícil) a 100 (fácil), com 30 = muito difícil e 70 adequado para o público adulto; *ASL* = comprimento médio da sentença (o número de

palavras divididas pelo número de sentenças); ASW = número médio de sílabas por palavra (o número de sílabas dividido pelo número de palavras).

A Tabela 3.2 apresenta a relação entre o *score Flesch* e o nível de escolaridade necessária para os textos.

Tabela 3.2 – Análise *Flesch* de legibilidade dos materiais de leitura para adultos

Nível de Dificuldade	Flesch Reading Ease Score	ASL	ASW (n. de sílabas por 100 palavras)	Estimativa do Ano de Escolaridade Concluído
Muito fácil	90-100	8 ou menos	123 ou menos	5º ano
Fácil	80-90	11	131	6º ano
Razoavelmente fácil	70-80	14	139	7º ano
Médio	60-70	17	147	8º ou 9º ano
Razoavelmente difícil	50-60	21	155	Início do ensino médio
Difícil	30-50	25	167	Ensino médio ou algumas faculdades
Muito difícil	0-30	29 ou mais	192 ou mais	Faculdades

Fonte: Flesch (1949), apud HOSSAIN e SIDDIQUEE (2009), adaptado.

Embora a fórmula *Flesch* tenha sido desenvolvida, inicialmente, para textos em inglês, outros estudos validaram-no para outras línguas (GOLDIM, 2006), como o estudo realizado por Martins et al. (1996, *apud* SILVA; FERNANDES, 2009), que demonstra que a técnica *Flesch* pode ser também aplicada para textos em português.

Observa-se na Tabela 3.2 que um texto com legibilidade “difícil” ou “muito difícil” seria legível somente àqueles que tenham cursado uma faculdade. Portanto, um relatório da administração com essa característica poderia não ser considerado um veículo de divulgação tão acessível a um maior número de leitores, quanto se espera.

Já o teste *Flesch-Kincaid Grade Levels* classifica o texto por meio do sistema de notas escolares norte-americano, de maneira que uma nota 8,0, por exemplo, quer dizer que um

aluno de 8ª série é capaz de entender (WILLIAMS et al., 2002). A equação 2 de pontuação do Índice de Legibilidade *Flesch-Kincaid* é:

$$(0,39 \times \text{ASL}) + (11,8 \times \text{ASW}) - 15,59 \quad (2)$$

Onde: ASL = comprimento médio da sentença (o número de palavras dividido pelo número de sentenças); ASW = número médio de sílabas por palavra (o número de sílabas dividido pelo número de palavras).

3.3.1.3 *Análise do Formato*

Por último, a análise do formato dos Relatórios da Administração foi feita por meio do volume de informações divulgado e da quantidade de recursos visuais utilizados durante o período.

Para verificar se houve aumento no volume de informações no período analisado, foram utilizadas como *proxies* a quantidade de palavras, letras e frases utilizadas no texto. A ferramenta do *Word*, de “contar palavras” fornece a quantidade de palavras e letras (caracteres sem espaço) do relatório. A quantidade de frases é fornecida por meio da análise de conteúdo do RA.

Quanto aos recursos visuais, investigou-se a quantidade de gráficos e tabelas que foram utilizados nos relatórios das empresas no período, para também verificar se houve evolução na utilização desse tipo de recurso visual no período estudado.

3.3.2 *Variáveis Independentes*

As variáveis independentes, que são utilizadas como *proxies* para o desempenho, foram extraídas das demonstrações financeiras (Balanço Patrimonial e Demonstração do

Resultado do Exercício) das empresas da amostra, disponíveis no sítio da CVM. Daí calcularam-se os indicadores que foram utilizados nos modelos.

A variável complexidade do mercado foi extraída do sítio da *World Federation of Exchange*, que é uma associação das bolsas de valores do mundo. Os dados são anuais, e o valor dessa *proxy* foi apurado por meio da relação entre o valor da bolsa brasileira (BM&FBovespa) e o valor total das bolsas mundiais. As informações referentes ao setor de atuação das empresas foram buscadas no sítio da CVM. O valor de mercado das empresas foi obtido na base de dados ComDinheiro. As variáveis macroeconômicas (PIB, câmbio e inflação) foram baixadas do sítio do Banco Central e calculadas as suas variações.

A série histórica do risco Brasil foi obtida da página do IPEA DATA. Como esses dados são diários, calculou-se a média anual desses valores, sendo, em seguida, calculadas as variações.

O Quadro 3.4 descreve as variáveis independentes e explica como elas foram calculadas.

Quadro 3.4 – Cálculo das variáveis independentes

Variáveis	Descrição
$ATIVO_{i,t}$	Logaritmo do ativo total da empresa i , na data t ;
$LIQ_{i,t}$	Relação entre o ativo circulante e o passivo circulante da empresa i , na data t ;
$CAPPROPRIO_{i,t}$	Relação entre o PL e o ativo total da empresa i , na data t ;
$ROE_{i,t}$	Retorno sobre o PL da empresa i , na data t , calculado pela relação entre o lucro líquido e o PL na mesma data;
$ECP_{i,t}$	Endividamento de curto prazo da empresa i , na data t , calculado pela relação entre o passivo circulante e o ativo total;
T_t	Variável dummy de controle, assumindo 1 para T1, se compreende o período for de 1997-2001 e 0, para os demais; T2, se o período é 2002-2007; T3, se o período 2008-2010;
CM_t	Complexidade do mercado (participação da BM&Bovespa sobre o tamanho total das bolsas mundiais) - dados anuais;
S_i	Setor de atuação da empresa, conforme informação da CVM;
PIB_t	Varição anual do Produto Interno Bruto (taxa de variação real no ano);
$INFL_t$	Varição anual do deflator implícito;
$CAMB_t$	Varição na taxa de câmbio (Livre - Dólar americano (compra) - Média de período - anual);
$EBMI_t$	Varição da medida de Risco Brasil (média anual).

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

4.1 CARACTERIZAÇÃO DAS EMPRESAS PESQUISADAS

Conforme exposto anteriormente, a amostra do estudo é composta por 130 empresas de capital aberto, selecionadas aleatoriamente. Os setores de atuação das empresas, de acordo com o sítio da CVM, podem ser observados no Quadro 4.1.

Quadro 4.1 – Setor de atuação das empresas da amostra

Alimentos	5	Extração Mineral	2
Arrendamento Mercantil	2	Hospedagem e Turismo	2
Bancos	4	Máquinas, Equipamentos, Veículos e Peças	11
Bebidas e Fumo	1	Metalurgia e Siderurgia	16
Brinquedos e Lazer	2	Papel e Celulose	4
Comércio (Atacado e Varejo)	3	Participação em outras sociedades	1
Comunicação e Informática	1	Petróleo e Gás	2
Construção Civil, Mat. Constr. e Decoração	13	Petroquímicos e Borracha	2
Crédito Imobiliário	1	Saneamento, Serv. Água e Gás	1
Embalagens	1	Serviços Transporte e Logística	3
Emp. Adm. Part.	31	Telecomunicações	1
Energia Elétrica	9	Têxtil e Vestuário	12
TOTAL			130

Fonte: CVM, 2012

Como se pode observar, o setor que apresenta maior quantidade de empresas é o de Administração e Participações no capital de outras empresas, sendo composto da seguinte maneira: Brinquedos e Lazer (1); Comércio (atacado e varejo) (1); Construção Civil, Materiais de Construção e Decoração (1); Energia Elétrica (2); Intermediação Financeira (3); Máquinas, Equipamentos, Veículos e Peças (3); Metalurgia e Siderurgia (3); Papel e Celulose (2); Petroquímicos e Borracha (1); Saneamento, Serv. Água e Gás (1); Sem Setor Principal (10); Serviços Transporte e Logística (1); Telecomunicações (1) e Têxtil e Vestuário (1).

Para a realização desse estudo, as empresas foram reagrupadas em seis categorias: a) Infraestrutura (petróleo e gás, papel e celulose, construção civil); b) Bens de capital

(metalurgia e siderurgia, petroquímica, extração mineral, e borrachas, máquinas); c) Serviços (saneamento, transporte, telecomunicações, comunicação e informática, energia, hospedagem); d) Bens de Consumo (têxtil e vestuário, bebidas, fumo, alimentação, comércio, brinquedos e lazer, embalagens); e) Adm. e Participações; f) Financeiro (arrendamento mercantil, bancos e crédito imobiliário). Essa reclassificação foi realizada com a finalidade de permitir analisar os efeitos dos setores de atuação na divulgação de informações no RA.

Dessas empresas, dez estão listadas no Nível 1 de Governança Corporativa, da Bovespa, três no Nível 2 e seis no Novo Mercado⁷.

As empresas selecionadas apresentam ativos que variam de R\$ 11 mil (Energipar Captação S.A.) a R\$ 737 bilhões (Banco do Brasil S.A.) em 2010. Do total das empresas analisadas, 44 empresas apresentaram prejuízo líquido no exercício de 2010 e uma empresa, nem lucro nem prejuízo (Shopping Center Tacaruna). O maior lucro líquido apurado nesse exercício foi de R\$ 19 bilhões da empresa Metisa Metalúrgica Timboense S.A.

Para a realização das análises, por meio das três técnicas, é importante salientar que foram desconsiderados alguns trechos dos relatórios. Exemplos de trechos que foram desconsiderados: alguns relatórios apresentavam informações dos nomes dos conselheiros da administração; uma empresa apresentou em um ano uma espécie de histórico da companhia, ao final do relatório; alguns também apresentavam o Parecer do Conselho Fiscal logo ao final do RA. Esse procedimento teve o objetivo de retirar o que não era informação relevante de um Relatório da Administração, para que essas informações não influenciassem nos resultados obtidos.

O *software Microsoft Word* apresenta uma ferramenta de revisão, ícone denominado “controlar alterações”, em que é possível marcar as correções/alterações do texto e, ao final da revisão, o autor deve aceitá-las ou rejeitá-las. Destaca-se que catorze empresas apresentaram

⁷ De acordo com a BM&FBovespa, em 02 julho de 2012.

RA com controle de alterações, ou seja, que o texto não foi totalmente revisado pelos redatores. São elas: (1) Banco do Brasil S.A., em 1998 e em 2004 a 2007; (2) Cia Estadual de Geração e Transmissão de Energia Elétrica (CEEE), em 2004; (3) Cia Siderúrgica Nacional, em 2003; (4) Companhia Brasileira de Distribuição, em 2004; (5) Companhia Paulista de Força e Luz (CPFL), em 1999; (6) Confab Industrial S.A., em 2004; (7) Eletropaulo Metrop. Elet. São Paulo S.A., em 2006; (8) Eternit S.A., em 2008; (9) Ferrovia Centro Atlântica S.A., em 2006; (10) Globex Utilidades S.A., em 2008; (11) Marcopolo S.A., em 1999, 2005 e 2007; (12) Polpar S.A., em 2002; (13) São Paulo Alpargatas S.A., em 2004 e 2005; (14) Suzano Holding S.A., em 2001. Esse fato mostra certo descaso das empresas ao apresentar o RA à sociedade, que deveria ter sido evitado, na medida em que transmite a ideia de que o texto não fora devidamente revisado.

4.1.1 Legibilidade

Conforme apresentado anteriormente, foi analisada a legibilidade das 130 empresas. Entretanto, em algumas delas (22) não foi possível obter o *score* de legibilidade, visto que, ao processar a estatística *Flesch*, ou não aparecia nenhum resultado ao final, ou a estatística de legibilidade era dada em inglês, com todas as estatísticas apresentando valores “0”. Observou-se que esse problema decorria, em maioria, pois as empresas apresentaram trechos em língua estrangeira. Tais empresas não analisadas são apresentadas no Quadro 4.2:

Quadro 4.2 – Empresas excluídas da análise de legibilidade

Empresas	
Celulose Irani S.A.	João Fortes Engenharia S.A.
Cemepe Investimentos S.A.	Light Serviços de Eletricidade S.A.
Centrais Elétricas Brasileiras S.A.	Lojas Renner S.A.
Cia Energética de Pernambuco - Celpe	Parcom Participações S.A.
Cia Hidro Elétrica do São Francisco	Plascar Participações Industriais S.A
Companhia Habitasul de Participações	Sansuy S.A.
Dohler S.A.	Souza Cruz S.A.
Electro Aço Altona S/A	Suzano Holding S.A. (Ex-Nemofeffer S.A.)
Energipar Captação S.A.	Suzano Papel e Celulose S.A.
Ferrovias Centro Atlântica S.A.	Unitêxtil - União Industrial Têxtil S/A
Guararapes Confecções S.A.	Wetzel S.A.

A estatística descritiva das empresas é apresentada na Tabela 4.1. Foram calculadas com base nos dados das 108 empresas que apresentaram *scores* válidos para a legibilidade.

Tabela 4.1 – Estatística descritiva da legibilidade dos RA

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Mínimo	11	7	13	19	2	4	10
Máximo	77	74	80	74	87	79	88
Média	43,13	43,45	43,58	44,79	42,82	42,52	42,93
Desvio- Padrão	11,00	12,25	11,96	12,41	14,72	13,95	13,85
Assimetria	10,39	10,37	10,38	10,37	10,34	10,35	10,35
Curtose	0,91	0,60	0,44	-0,49	0,42	0,50	0,54
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Mínimo	13	15	14	19	7	23	13
Máximo	94	86	84	84	78	80	84
Média	42,62	44,19	44,19	44,94	44,07	44,76	52,03
Desvio- Padrão	14,26	12,48	13,01	12,78	12,35	12,38	13,52
Assimetria	0,56	0,63	0,50	0,35	-0,07	0,59	-0,46
Curtose	1,02	1,12	1,18	0,24	0,40	0,30	0,07

Como se pode observar, os RA variam de níveis de legibilidade que vão de *score* 2, em 2001, a 94, em 2004. Isso significa que existem relatórios que variam de uma leitura “muito difícil” a “muito fácil”. Esse relatório de “muito fácil” leitura foi o da Centrais Elétricas Matogrossenses S.A. Nos anos 1997, 1998, 1999, 2000, 2002 e 2008 os *scores* máximos dos relatórios apresentaram-se entre 70-80, ou seja, “razoavelmente fáceis” de serem lidos.

As empresas que apresentaram RA com menores *scores* durante o período analisado foram: em 1997, a Mercantil do Brasil Leasing; em 1998 e 2003, a Mercantil do Br Finc S.A. Cfi; em 1999 e 2000, a Neumarkt Trade and Financial Center S/A; em 2001 e 2002, a Conpel Cia Nordestina Papel; em 2004, a Cia Estadual de Geração e Transmissão de Energia Elétrica; 2005 e 2010, a Cachoeira Velonorte; em 2006, a Const. Adolpho Lindenberg S.A.; em 2007, a Sondotécnica Engenharia de Solos S.A.; em 2008, a Polpar; e em 2009, a Nordon Inds. Metalúrgicas S.A.

Os RA da empresa Centrais Elétricas Matogrossenses S.A. apresentaram maiores *scores* nos anos 1997, 1998, 1999, 2003, 2004 e 2009. De 2000 a 2002, os relatórios de mais fácil leitura foram os da Bahema S.A.; em 2005 e 2008, da Cia de Tecidos Santanense; em 2006 e 2007, da Iguazu Celulose e Papel S.A.; em 2009, das Centrais Elétricas Matogrossenses S.A e da Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A.; e em 2010, foi o da Eucatex S.A. Ind. e Com. Apresentaram *score* 80.

Como a média, em geral, apresentou-se entre o *score* de 30-50, pode-se verificar que “na média” os relatórios são de “difícil” leitura, com exceção do ano de 2010, que apresentou *score* médio acima de 52, ou seja, de “razoavelmente difícil” leitura. Os resultados dessa análise corroboram com o que se pode observar por sua leitura: percebem-se erros de digitação, palavras sem acentuação, trechos longos que dificultam a leitura, bem como palavras em outros idiomas e siglas que, muitas vezes, podem não ser conhecidas do público em geral. Ou seja, confirma-se que as empresas não aproveitam todo o potencial do RA como meio de comunicação com o usuário da informação.

Em 1997 e 1999, apenas uma empresa apresentou relatório de leitura “razoavelmente fácil”, com *score* acima de 70. O ano de 2006 foi o que apresentou maior quantidade de empresas com *score* acima de 70 (6 empresas).

4.1.2 Formato

A análise do formato do Relatório da Administração foi realizada com base em quatro variáveis: quantidade de palavras, letras, frases e gráficos. A estatística descritiva da quantidade de palavras divulgada pelas 130 empresas analisadas, nos catorze anos do estudo (1820 observações), é apresentada na Tabela 4.2.

Tabela 4.2 – Estatística descritiva da quantidade de palavras dos RA

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Mínimo	28	23	45	37	25	25	25
Máximo	8.124	6.159	7.349	9.095	11.249	17.829	12.174
Média	1.047,84	1.067,39	1.155,10	1.186,82	1.433,45	1.365,34	1.423,95
Desvio-Padrão	1.257,72	1.273,19	1.491,05	1.661,61	2.276,43	2.314,44	2.166,01
Assimetria	2,66	2,15	2,31	2,75	2,73	4,26	2,83
Curtose	9,13	4,51	5,15	8,31	7,40	23,13	8,46
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Mínimo	28	27	27	27	28	39	38
Máximo	14.523	17.045	19.219	22.029	22.648	22.879	21.986
Média	1.744,54	1.858,01	2.008,60	2.236,56	2.462,66	2.498,94	2.556,79
Desvio-Padrão	2.696,84	2.894,21	3.222,47	3.462,77	3.964,82	3.878,56	3.847,44
Assimetria	2,56	2,72	2,79	2,94	2,90	3,07	2,82
Curtose	6,40	8,06	8,63	10,40	9,09	11,00	8,78

Conforme se pode observar, os Relatórios variaram de uma quantidade mínima de 23 palavras, em 1998, até 22.879, em 2009. Em 1997, a empresa com menor quantidade de palavras no RA, ou seja, menor volume de informações foi a Cachoeira Velonorte. Em 1998, o RA da empresa Neumarkt Trade and Financial Center S.A continha apenas 23 palavras. Em 1999, a Santa Catarina Participação e Investimentos S.A. foi a empresa com menor divulgação. Em 2000, a Haga S.A. Indústria e Comércio divulgou menor volume de informações. Nos anos subsequentes, de 2001 a 2010, os relatórios do Shopping Center Tacaruna S.A. apresentou menor quantidade de palavras, limitando-se em um único parágrafo, apenas para breve apresentação das outras demonstrações contábeis.

Com maior quantidade de palavras: em 1997, a empresa Eletropaulo Metropolitana El. S. Paulo S.A; em 1998, a empresa Cia Hidro Elétrica do São Francisco (Chesf); em 1999, a

empresa Light Serviços de Eletricidade S.A.; em 2000, o Banco Bradesco S.A.; nos anos de 2001 e 2003, e de 2004 a 2008, foi a Cia Energética de Minas Gerais (Cemig); em 2002, a Cia Estadual de Geração e Transmissão de Energia Elétrica (CEEE); em 2009, a Centrais Elétricas Brasileiras S.A.; e, em 2010, a Companhia de Saneamento Básico de São Paulo. Observa-se que, dessas empresas - seis do setor de energia elétrica, uma instituição financeira e uma empresa de utilidade pública – são as que divulgaram maior volume de informações durante o período.

A estatística descritiva da quantidade de letras divulgadas pelas empresas analisadas é apresentada na Tabela 4.3.

Tabela 4.3 – Estatística descritiva da quantidade de letras dos RA

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Mínimo	166	153	283	198	153	153	153
Máximo	45.178	34.453	39.699	52.368	60.648	95.502	66.420
Média	5.835,70	5.938,53	6.370,55	6.626,05	7.859,44	7.544,58	7.875,55
Desvio-Padrão	6.974,35	7.035,34	8.122,69	9.267,48	12.303,10	12.554,53	11.909,97
Assimetria	2,72	2,20	2,32	2,76	2,72	4,19	2,87
Curtose	9,42	4,71	5,05	8,28	7,29	22,17	8,66
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Mínimo	171	171	168	171	171	237	237
Máximo	79.975	93.365	105.782	121.181	120.292	120.282	119.958
Média	9.637,80	10.289,37	11.105,92	12.350,52	13.312,10	13.475,38	14.084,64
Desvio-Padrão	14.850,35	15.994,79	17.747,71	19.091,91	21.477,13	20.846,28	21.180,13
Assimetria	2,58	2,74	2,82	2,96	2,91	3,02	2,83
Curtose	6,54	8,11	8,83	10,54	9,11	10,47	8,74

Da análise da Tabela 4.3, verifica-se que os Relatórios variaram de uma quantidade mínima de 153 letras até 121.181, nos anos de 1998 e 2007, respectivamente. Em 1997, a Cachoeira Velonorte. Em 1998, a Neumarkt *Trade and Financial Center* S.A.; em 1999, a Santa Catarina Part Invest S.A; e em 2000, a Haga S.A. Indústria e Comércio quem divulgou menor quantidade de letras. Nos anos de 2001 a 2010, o relatório da empresa Shopping Center Tacaruna S.A. apresentou a menor quantidade de letras. Confirmando o exposto anterior, pode-se observar que são as mesmas empresas que apresentaram menor quantidade de

palavras e de letras, podendo-se concluir que essas são as empresas que menos divulgaram informações nos RA, no período analisado.

Com maior quantidade de letras, tem-se: em 1997, a empresa Eletropaulo Metropolitana El. S. Paulo S.A; em 1998, o Banco Bradesco S.A.; em 1999, a empresa Light Serviços de Eletricidade S.A.; em 2000, o Banco Bradesco S.A.; nos anos de 2001 e de 2003 a 2008, a Cia Energ. Minas Gerais (Cemig); em 2002, a Cia Estadual de Geração e Transmissão de Energia Elétrica (CEEE); em 2009, a Centrais Elétricas Brasileiras S.A. e, em 2010, a Companhia de Saneamento Básico de São Paulo, foram as empresas que mais divulgaram informações. Pode-se observar que, com exceção do ano de 1998, as mesmas empresas que divulgaram a maior quantidade de palavras, também são as que apresentam maior quantidade de letras.

A Tabela 4.4 apresenta a estatística descritiva da quantidade de frases divulgadas pelas empresas da amostra.

Tabela 4.4 – Estatística descritiva da quantidade de frases

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Mínimo	1	1	1	1	1	1	1
Máximo	282	216	263	320	353	516	330
Média	32,17	32,10	34,65	34,46	41,02	40,29	41,53
Desvio-Padrão	40,39	38,31	47,23	49,81	63,05	67,32	62,49
Assimetria	10,55	10,62	10,26	10,16	9,52	9,38	9,56
Curtose	13,08	5,87	8,23	11,81	8,08	22,81	8,38
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Mínimo	1	1	1	1	1	1	1
Máximo	393	447	467	595	583	555	674
Média	51,85	53,59	58,28	66,08	72,55	73,81	74,30
Desvio-Padrão	80,87	82,49	91,89	98,39	113,41	112,58	112,77
Assimetria	2,56	2,69	2,55	2,67	2,70	2,65	3,06
Curtose	6,07	7,55	6,16	8,25	7,59	7,40	11,01

Observa-se, com base na Tabela 4.4, que os RA das empresas analisadas variaram de textos com apenas uma única frase a relatórios com 674 frases (da Companhia de Saneamento Básico de São Paulo). Oito empresas divulgaram seus RA contendo apenas uma única frase:

Cachoeira Velonorte (nos anos de 1997 a 2005, e 2009 e 2010); Energipar Captação S.A (de 1997 a 2001); Santa Catarina Part Invest S.A (nos anos de 1997 e 1999); Haga S.A. Indústria e Comércio (nos anos de 2000, 2001, e 2006 a 2008); Shopping Center Tacaruna S.A (de 2001, a 2010); Ind. Azulejos Bahias S.A. (em 2007); Ind. Maqs. Agrícolas Fuchs (em 2010).

Outra observação que se verifica, no exercício de 1997, é a de que 35 empresas (26,92%) apresentaram RA contendo até 10 frases. Essa quantidade piora no exercício de 2000, com 44 empresas (33,85%), que apresentaram no máximo 10 frases em seu RA. Em 2010, 34 empresas apresentaram essa característica, concluindo-se que não houve grande melhora nesse quesito.

Finalmente, a estatística descritiva da quantidade de gráficos e tabelas apresentados pelas empresas é apresentada na Tabela 4.5.

Tabela 4.5 – Estatística descritiva da quantidade de gráficos e tabelas dos RA

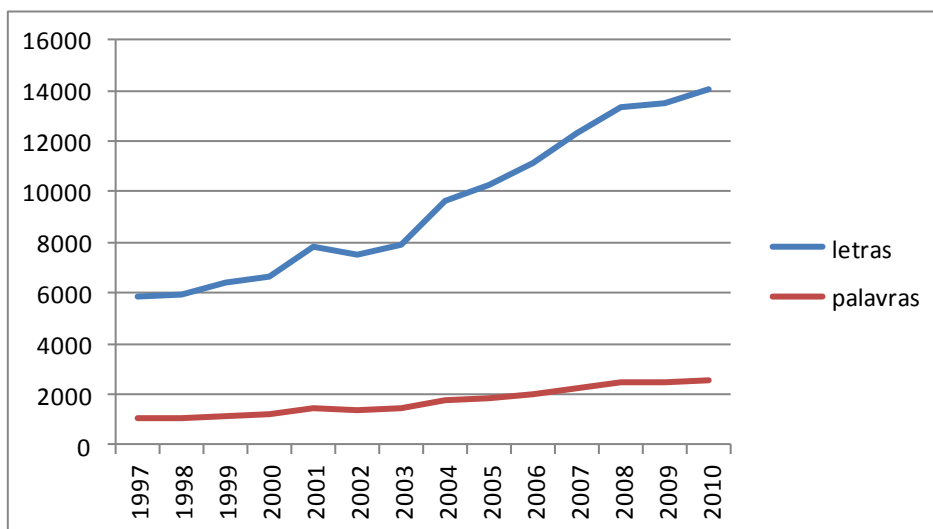
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Mínimo	-	-	-	-	-	-	-
Máximo	19	14	16	17	20	26	20
Média	1,12	1,05	1,41	1,86	1,90	1,79	2,27
Desvio-Padrão	2,88	2,24	2,99	3,53	3,68	3,74	3,91
Assimetria	4,04	3,16	2,83	2,05	2,50	3,25	1,95
Curtose	18,46	12,39	8,36	3,59	6,58	14,23	3,64
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Mínimo	-	-	-	-	-	-	-
Máximo	31	35	40	52	82	63	58
Média	2,85	3,33	3,65	4,51	5,06	5,35	5,35
Desvio-Padrão	5,28	6,41	6,95	8,08	9,66	9,49	8,79
Assimetria	2,49	2,55	2,74	3,01	4,55	3,12	2,57
Curtose	7,45	7,28	9,48	12,70	31,31	13,72	9,83

Na Tabela 4.5, verifica-se que existem relatórios que não apresentaram nenhum gráfico ou tabela até relatórios com um total máximo de 82 gráficos e tabelas, em 2008. As empresas que mais divulgaram gráficos e tabelas no período analisado foram: em 1997 e 1998, a empresa Companhia Energética de São Paulo (CESP); de 1999 a 2003, a Light Serviços de Eletricidade S.A.; em 2004 e de 2007 a 2010, a Centrais Elétricas Brasileiras,

sendo que, em 2008, apresentou o recorde de 82 gráficos e tabelas; e em 2005 e 2006, as Centrais Elétricas de Minas Gerais (Cemig). Observou-se que, com o passar do tempo, a quantidade de empresas que não divulgou nenhum tipo de recurso visual em seus RA reduziu de 92 empresas, em 1997, a 61 empresas, em 2010.

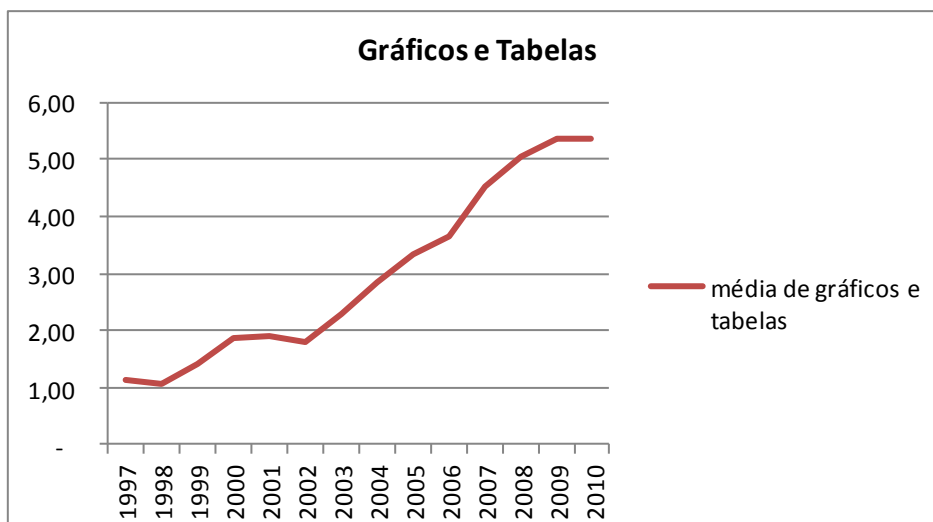
O Gráfico 4.1 mostra que, com o passar dos anos, em média, as empresas aumentaram o volume de informações divulgadas nos Relatórios da Administração.

Gráfico 4.1 – Crescimento médio do volume de informações nos RA



As empresas, em média, também estão aumentando a divulgação de gráficos e tabelas, apresentados nos Relatórios da Administração, como se pode verificar no Gráfico 4.2.

Gráfico 4.2 – Crescimento médio da quantidade de gráficos e tabelas nos RA



Os resultados da correlação entre as variáveis de formato e a de legibilidade estão apresentados na Tabela 4.6.

Tabela 4.6 – Correlação entre as variáveis de formato e legibilidade

PAL x FRAS	0,982**	0,000
FRAS x LET	0,981**	0,000
PAL x LET	0,999**	0,000
GRAF x PAL	0,720**	0,000
GRAF x FRAS	0,676**	0,000
FLESCH x PAL	0,242**	0,000

** Correlação significante ao nível de 0,01

Analisando-se esses resultados da Tabela 4.6, verifica-se que as correlações entre as variáveis palavras, letras e frases apresentaram valores bem próximos a 1, demonstrando que há alta correlação entre elas. Isso significa que os RA estudados apresentaram uma proporcionalidade entre o volume de frases, quantidade de palavras e de letras: aqueles que divulgaram grande quantidade de frases, também divulgaram maior número de palavras. Como palavras, letras e frases são proxies para volume de informações, este resultado já era esperado.

Outra observação que se faz é quanto ao resultado da correlação entre gráficos e palavras e gráficos e frases, que foi de 72% e 67,6%, respectivamente, demonstrando que, em geral, os relatórios que divulgaram maior volume de informações, também apresentaram maior quantidade de recursos visuais.

Verificou-se ainda se existiria correlação entre o volume de informações no RA, medido pelo número de palavras, e o seu nível de legibilidade. A conclusão foi uma correlação baixa (de apenas 24,2%), demonstrando que o volume de informação divulgada (relatórios com maior quantidade de palavras) não aumenta a legibilidade do RA.

4.1.3 Conteúdo

Os relatórios das 130 empresas tiveram seu conteúdo analisado frase por frase e essas foram classificadas em uma das treze categorias propostas, conforme explicado na metodologia. Nesse sentido, observa-se pela análise da Tabela 4.7, que a quantidade de frases totais do RA foi aumentando, com o passar dos períodos, de um total de 4.182 frases, em 1997, a 9.658, em 2010. Esse aumento representa um crescimento superior a 130%.

Tabela 4.7 – Quantidade média e máxima de assuntos tratados no RA

	1997			1998			1999			2000			2001		
	méd	máx	total	méd	máx	total	méd	máx	total	méd	máx	total	méd	máx	total
AP	1,79	7,0	233,0	1,66	6,0	216,0	1,71	6,0	222,0	1,61	5,0	209,5	1,61	6,0	209,0
DN	7,66	141,0	995,5	8,08	125,0	1.050,0	8,50	110,5	1.105,3	9,43	150,5	1.226,5	10,86	148,5	1.412,0
CE	2,54	24,0	330,0	2,47	25,0	321,0	2,58	16,5	335,0	1,81	16,5	235,0	2,60	19,5	337,8
RA	8,04	76,5	1.045,5	8,13	78,0	1.057,0	9,79	121,5	1.272,8	8,82	90,5	1.146,0	11,90	183,0	1.547,5
DES	3,63	26,5	472,0	3,43	18,5	446,5	3,68	26,0	478,4	4,05	26,0	527,0	4,15	23,5	539,8
AUD	0,00	0,0	0,0	0,01	1,0	1,0	0,00	0,0	0,0	0,01	1,0	1,0	0,07	4,0	9,0
INV	2,54	42,0	330,0	2,87	61,5	373,0	3,01	45,5	391,5	3,20	46,5	415,5	2,90	37,0	377,5
DIV	0,72	7,5	93,0	0,63	7,0	82,5	0,52	4,0	67,0	0,48	3,0	62,0	0,52	5,0	68,0
CAP	0,90	18,0	116,5	0,78	14,0	101,5	0,88	15,5	114,0	0,97	18,5	126,5	0,94	15,5	122,5
END	1,19	21,5	154,5	1,30	18,0	169,0	1,20	24,5	156,5	1,25	14,5	162,5	1,22	12,5	158,9
PERS	1,73	11,5	225,0	1,64	10,0	213,5	1,49	8,0	194,0	1,29	7,5	168,0	1,63	19,5	212,0
OI	1,27	23,0	164,5	0,93	13,0	120,5	1,17	23,0	151,5	1,60	55,0	208,5	2,13	74,5	276,5
GC	0,17	7,0	22,5	0,17	10,0	22,5	0,12	4,5	16,0	0,28	10,0	37,0	0,49	16,0	61,5
total			4.182			4.174			4.504			4.525			5.332
	2002			2003			2004			2005			2006		
	méd	máx	total	méd	máx	total	méd	máx	total	méd	máx	total	méd	máx	total
AP	1,68	5,0	218,0	1,78	13,0	232,0	1,72	11,0	223,5	1,79	12,0	233,0	1,79	12,0	233,0
DN	7,53	139,5	978,5	10,23	151,0	1.330,0	11,46	152,5	1.490,0	11,35	146,5	1.476,0	12,14	135,5	1.578,5
CE	2,86	44,0	372,0	2,31	17,0	300,5	2,62	34,0	340,0	3,32	44,5	432,0	3,68	78,5	478,0
RA	8,91	132,5	1.158,5	10,98	170,5	1.427,0	17,41	229,0	2.263,5	17,54	228,5	2.280,3	19,28	218,0	2.507,0
DES	5,78	41,0	751,0	5,45	41,5	708,5	5,88	37,0	764,0	5,67	39,0	736,5	6,33	45,5	823,5
AUD	0,95	5,0	123,5	0,97	5,0	126,0	1,26	7,0	164,0	1,45	10,0	188,5	1,47	8,0	191,0
INV	2,61	71,0	339,5	2,16	25,5	280,5	3,03	33,0	394,0	3,49	38,5	453,3	3,57	36,0	463,5
DIV	0,50	7,0	65,5	0,71	7,0	92,5	0,80	13,5	104,5	0,89	16,0	115,5	0,96	11,5	124,5
CAP	0,86	12,0	112,0	0,93	16,0	120,5	1,40	32,0	181,5	1,47	18,5	190,8	1,85	20,5	241,0
END	1,19	13,5	155,0	1,50	28,0	195,0	1,94	27,0	252,0	1,83	21,5	238,0	1,89	22,0	246,0
PERS	1,63	9,0	212,0	2,00	19,5	259,5	1,73	14,0	225,0	1,67	12,5	217,0	1,82	11,0	237,0
OI	5,23	401,0	680,0	1,83	23,0	237,5	1,51	24,0	196,5	1,55	15,0	201,0	1,41	18,0	183,0
GC	0,57	30,0	72,5	0,70	30,0	89,5	1,13	24,5	146,5	1,58	37,0	205,0	2,10	33,0	271,0
total			5.238			5.399			6.745			6.967			7.577
	2007			2008			2009			2010					
	méd	máx	total	méd	máx	total	méd	máx	total	méd	máx	total			
AP	1,86	11,0	241,5	1,78	11,0	231,0	1,73	12,0	225,0	1,57	6,0	204,5			
DN	14,74	131,0	1.916,3	16,03	215,5	2.084,3	16,53	223,0	2.148,5	17,12	250,0	2.225,4			
CE	4,21	107,0	547,0	4,53	47,0	588,5	4,41	47,5	573,0	4,61	75,5	599,0			
RA	20,39	277,0	2.651,3	23,53	277,5	3.058,9	23,90	300,5	3.107,0	21,42	329,0	2.784,0			
DES	7,76	63,5	1.008,5	8,34	47,5	1.084,1	8,38	49,5	1.089,5	9,71	68,0	1.262,6			
AUD	1,48	8,0	192,5	1,46	6,0	189,5	1,62	12,0	211,0	1,66	7,0	216,0			
INV	3,48	34,0	452,1	4,50	67,0	585,3	5,02	63,0	653,0	4,02	36,5	522,5			
DIV	1,02	8,0	132,0	0,92	9,5	119,9	0,95	6,0	123,0	0,92	6,0	120,0			
CAP	2,43	23,0	315,5	1,81	19,5	235,0	1,96	28,0	255,0	1,95	23,5	253,0			
END	2,03	21,5	264,3	2,09	32,0	271,5	2,15	22,0	279,5	2,35	26,5	305,5			
PERS	2,43	30,0	315,5	2,12	14,5	275,0	2,47	17,0	321,5	2,46	27,0	320,0			
OI	1,99	29,0	258,5	2,72	55,0	353,0	1,97	20,0	256,0	3,22	28,0	418,0			
GC	2,72	52,5	354,0	2,74	60,5	356,0	2,88	59,5	375,0	3,29	74,5	427,5			
total			8.649			9.432			9.617			9.658			

Como se observa na Tabela 4.7, durante os 14 anos, os assuntos mais frequentes no RA foram Reforma da Administração (média de 8,04 frases em 1997, chegando a 21,42 em 2010) e Descrição do Negócio (média de 7,66 em 1997 e 17,12, em 2010).

Entre outras observações, que podem ser feitas, destaca-se, em primeiro lugar, a de que o assunto Auditoria só começou a ser divulgado nos RA a partir de 2002; e, na sequência,

o assunto Dividendos que, em média, não passou de uma frase por RA, durante os 14 anos estudados.

4.2 ESTÁGIOS EVOLUTIVOS DOS RELATÓRIOS NO BRASIL

A Comissão de Valores Mobiliários, por meio da Lei nº 6.385/76 (BRASIL, 1976), tem competência para: (1) fiscalizar permanentemente a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados (artigo 8º, inciso III); (2) expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre a divulgação de informações (artigo 22); e, (3) com o fim de prevenir ou corrigir situações anormais do mercado, divulgar informações ou recomendações visando esclarecer ou orientar os participantes do mercado (artigo 9º, § 1º, inciso II). Dessa forma, a CVM, por ser responsável pela regulação do mercado de capitais, possui o poder de ordenar o refazimento e a republicação do relatório anual e, quando for necessário, efetuar correções ou aditamentos.

Assim, a CVM vem publicando Instruções Normativas, que devem ser observadas pelas companhias abertas, quando da elaboração de suas demonstrações e relatórios contábeis. E algumas dessas instruções, por consequência, representam uma ampliação no conteúdo informativo dos relatórios da administração.

Em 14 de janeiro de 2003, a CVM publicou a Instrução Normativa CVM 381 orientando que as companhias abertas devem divulgar no Relatório da Administração as seguintes informações sobre os serviços de auditoria externa (CVM, 2003):

I – a data da contratação, o prazo de duração, se superior a um ano, e a indicação da natureza de cada serviço prestado;

II – o valor total dos honorários contratados e o seu percentual em relação aos honorários relativos aos de serviços de auditoria externa;

III – a política ou os procedimentos adotados pela companhia para evitar a existência de conflito de interesse, perda de independência ou objetividade de seus auditores independentes; e

IV – um resumo da exposição justificativa a que se refere o art. 3o.

No parágrafo 1º do artigo 25, da Instrução Normativa CVM 480, publicada em 7 de dezembro de 2009, é reafirmada a obrigação das companhias abertas de publicar suas demonstrações financeiras acompanhadas do relatório da administração. E que essas demonstrações sejam acompanhadas de “declaração dos diretores de que reviram, discutiram e concordam com as opiniões expressas no parecer dos auditores independentes, informando as razões, em caso de discordância” e de “declaração dos diretores de que reviram, discutiram e concordam com as demonstrações financeiras” (CVM, 2009).

A Instrução Normativa CVM 457, de 13 de Julho de 2007, alterada pela instrução normativa CVM 485, de 1º de setembro de 2010, dispõe, em seu artigo 1º, que a partir do exercício de 2010, as companhias abertas devem apresentar suas demonstrações financeiras consolidadas adotando-se o padrão contábil internacional emitido pelo *International Accounting Standards Board* – IASB. O parágrafo 3º dessa Instrução prevê que as companhias abertas devem apresentar uma declaração explícita de que estas demonstrações estão em conformidade com as normas internacionais de contabilidade emitidas pelo IASB e em pronunciamentos plenamente convergentes, emitidos pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC e referendados pela CVM, em nota explicativa. Ainda, em virtude das mudanças nos critérios contábeis, “os efeitos dos eventos que ocasionaram diferença entre os montantes do patrimônio líquido e do lucro líquido ou prejuízo da controladora, em confronto com os correspondentes montantes do patrimônio líquido e do lucro líquido ou prejuízo consolidados”, também devem ser divulgados em nota explicativa (CVM, 2010). Muitas empresas também vêm divulgando essas informações no RA.

Além disso, outros marcos podem ser observados na divulgação das empresas em seus RA, ao longo do período analisado. No ano 2000, diante da eminência de um *bug* do milênio, muitas empresas divulgaram nos RA informações de investimentos em informática e sistemas de informações mais modernos, pra evitar transtornos referentes à perda de informações.

Outro evento que também influenciou na divulgação de informações nos RA foi a crise do sistema elétrico, nos anos 2001 e 2002. O “apagão” foi noticiado não apenas pelas empresas do setor de energia, mas de maneira geral, posto que muitas delas também foram influenciadas pelo racionamento.

Em 2003, a Associação Brasileira dos Contadores do Setor Elétrico (Abraconee), criou um prêmio de “Melhor Divulgação das Informações Contábeis”, para as empresas desse setor, com o objetivo de incentivar a divulgação de informações, fato que deve influenciar, com o passar dos anos, no aumento do volume de informações no RA dessas empresas.

4.3 FATORES INFLUENCIADORES NA EVOLUÇÃO DOS RA

4.3.1 *Testes Preliminares de Estacionariedade e Multicolinearidade nas Séries*

Para a realização das regressões, com o objetivo de se corroborar ou não das hipóteses descritas no Capítulo 2, tornam-se necessários alguns testes preliminares, para que as conclusões do estudo não sejam indevidas (apresente resultados espúrios).

Os dados utilizados para testar as hipóteses são dados em painel (*panel data*), por se tratar da combinação de dados com corte transversal (*cross sectional* - 130 empresas) com séries temporais (*times series* - 14 períodos), totalizando 1820 observações. Portanto, é necessário que sejam feitos os testes com o objetivo de verificar os problemas subjacentes às séries temporais, às regressões *cross sectional* e aos dados em painel.

Como pré-condição ao estudo, torna-se necessário verificar se os dados são robustos, ou seja, se não há a presença de raiz unitária e de multicolinearidade, que tornam as regressões espúrias. Segundo Gujarati (2006, p.633), as regressões espúrias são quando, aparentemente, os resultados parecem ter uma relação significativa entre si, mas na verdade essa relação não existe, “não fazem nenhum sentido”.

Para verificar a estacionariedade das séries (existência de raízes unitárias nas séries) realizaram-se três testes com o objetivo de obter maior segurança na conclusão dos resultados: Im, Pesaran e Shin (I.P.S.), ADF-Fisher e PPFisher. Os resultados desses testes estão apresentados na Tabela 4.8:

Tabela 4.8 – Resultados dos testes I.P.S., ADF-Fisher e PP-Fisher para raízes unitárias

Variáveis	Teste I.P.F.		Teste ADF-Fischer		Teste PP-Fischer	
	Estatística	p-valor	Estatística	p-valor	Estatística	p-valor
Dependentes						
FLESCH	-5,14656	0,0000	199,062	0,0001	156,487	0,0000
PAL	-0,27276	0,3925	172,155	0,0028	133,456	0,0000
GRAF	-24,1118	0,0000	184,459	0,0001	81,8737	0,0002
AP	-9,3154	0,0000	229,18	0,0000	240,154	0,0000
DN	-10,493	0,0000	228,448	0,0000	274,584	0,0000
CE	-9,4867	0,0000	261,75	0,0000	126,253	0,0000
RA	-10,6735	0,0000	356,09	0,0000	337,973	0,0000
DES	-10,4284	0,0000	312,698	0,0000	225,296	0,0000
AUD	-1,05598	0,0005	109,211	0,0000	85,4049	0,0000
INV	-11,7007	0,0000	349,868	0,0000	201,434	0,0000
DIV	-8,05219	0,0000	291,948	0,0000	160,411	0,0000
CAP	-8,88492	0,0000	184,042	0,0000	136,291	0,0000
END	-7,45175	0,0000	201,472	0,0000	149,307	0,0000
PERSP	-10,4404	0,0000	216,928	0,0000	290,919	0,0000
GC	-4,99353	0,0000	100,969	0,0000	78,4844	0,0020
OI	-9,57442	0,0000	214,956	0,0000	157,577	0,0000
DIVERS	-6,98881	0,0000	206,703	0,0000	191,467	0,0000
Independentes						
CM	20,7208	1,0000	0,25248	1,0000	0,96885	1,0000
PIB	-13,4526	0,0000	183,624	0,0000	350,842	0,0000
INFL	-8,04889	0,0000	239,41	0,0000	122,557	0,0000
CAMB	-16,1699	0,0000	510,354	0,0000	360,696	0,0000
EBMX	-14,3566	0,0000	310,879	0,0000	424,541	0,0000
LIQ	-207,856	0,0000	226,865	0,0000	136,032	0,0000
ATIVO	4,73451	1,0000	97,6203	0,9789	97,1125	0,2375
CAPPR	1,59858	0,0005	217,219	0,0003	167,848	0,0000
ECP	-9,60759	0,0000	284,51	0,0000	114,441	0,0001
ROE	-12,5923	0,0000	367,389	0,0000	261,051	0,0000
ML	-8,64361	0,0000	222,032	0,0000	311,877	0,0000
GA	-8,89597	0,0000	123,167	0,0323	154,043	0,0074

Como os testes verificam a hipótese nula de que não há raiz unitária nas séries, pode-se observar nos resultados do p-valor das variáveis dependentes que todas, com exceção da variável PAL, foram inferiores a 0,05, concluindo-se pela rejeição da hipótese nula da existência de raízes unitárias nos três testes. Como para a variável PAL, a hipótese nula foi rejeitada em dois, dos três testes realizados, concluiu-se, portanto, pela rejeição da hipótese de que não há raiz unitária (DANTAS, 2012, p. 88). Para as variáveis independentes, observa-se que as estatísticas dos testes não permitem rejeitar a hipótese nula de que existe raiz unitária para as variáveis ATIVO e CM. Conforme aponta a literatura, era de se esperar que a variável ATIVO (logaritmo natural do ativo) apresentasse raiz unitária (BROOKS, 2002, p. 376; GUJARATI, 2006, p. 640). Já para a variável CM, admitir a presença de raiz unitária na série seria admitir que a bolsa de valores brasileira, em relação às demais bolsas, crescesse contínua e indefinidamente, o que não parece razoável. Esse resultado pode ter sido apurado por se tratar de um período pequeno de tempo (14 anos), período este em que a bolsa brasileira apresentou um processo de relativa expansão, o que não se pode assegurar que continuará acontecendo nos períodos futuros (reversão à média). Além disso, o risco de regressões espúrias pode ser eliminado em virtude de as variáveis dependentes e demais variáveis independentes não apresentarem raízes unitárias (DANTAS; MEDEIROS; PAULO, 2011).

Outra pré-condição ao estudo é verificar se as variáveis não são correlacionadas entre si, o que também poderia distorcer os valores estimados (BROOKS, 2002). O teste estatístico que analisa a presença de multicolinearidade é o Fator de Inflação da Variância (FIV) entre as variáveis independentes, “que mostra como a variância de um estimador é *inflada* pela presença da multicolinearidade” (GUJARATI, 2006, p.283). A Tabela 4.10 apresenta os Fatores de Inflação da Variância (FIV), apurados com base nas regressões auxiliares entre cada variável independente (*j*-ésima) e as demais variáveis independentes.

Tabela 4.9 – Resultados do teste de multicolenaridade (FIV)

<i>j</i> -ésima variável	R ² regressão auxiliar	FIV _{<i>j</i>}
CM	0,853132	6,8088
PIB	0,573835	2,3465
INFL	0,492098	1,9689
CAMB	0,813431	5,3599
EBMX	0,750602	4,0097
LIQ	0,006616	1,0067
ATIVO	0,085925	1,0940
CAPPR	0,464656	1,8680
ECP	0,206303	1,2599
ROE	0,024217	1,0248
ML	0,37531	1,6008
GA	0,030682	1,0317
T1	0,740089	3,8475
T3	0,819016	5,5254

Pela análise da Tabela 4.10 e em observância à regra sugerida por Gujarati (2006), de que os resultados do FIV não devem ser maiores que 10 (o que representaria problemas sérios de multicolinearidade), pode-se concluir que as variáveis independentes não apresentaram esse problema.

4.3.2 Testes Estatísticos de Robustez

Com o objetivo de verificar a existência de efeitos individuais, usa-se o teste de Chow, que é realizado para justificar o uso de dados em painel. O teste de *Chow* é sugerido por Marques (2000) e por Baltagi (2008) e é semelhante ao teste de quebra estrutural. A hipótese nula verifica se os resultados desconsideram a heterogeneidade individual, o que torna inadequada a utilização dos dados em painel.

Os resultados dos testes, confrontados com a distribuição F1% (2,04) e F5% (1,67), apontaram para a rejeição da hipótese nula, de que os melhores resultados deveriam desconsiderar a heterogeneidade individual, justificando, portanto, a utilização dos dados em painel (Apêndice B).

Ainda, é importante verificar qual o método de dados em painel (efeitos fixos ou efeitos aleatórios) melhor se aplica ao estudo e que, portanto, deve ser utilizado. Para isso, realizou-se o teste de *Hausman*, que testa a hipótese nula de que os estimadores dos modelos de efeitos fixos não são diferentes dos de efeitos aleatórios.

Os resultados do teste concluem pela rejeição da hipótese nula de que os estimadores diferem substancialmente para modelos 4 e 5 (rodados conjuntamente), para as seguintes variáveis dependentes (assuntos): descrição dos negócios, conjuntura econômica, reforma da administração, investimentos, capital, endividamento e governança corporativa; e para os modelos 6 e 7 (Apêndice C). Dessa forma, como para alguns modelos não é possível usar o método com efeitos aleatórios, todos foram rodados com efeitos fixos, para guardar similaridade entre eles.

4.3.3 Resultados da Significância dos Modelos e Hipóteses de Pesquisa

Como existem os riscos de heteroscedasticidade e de autocorrelação nos resíduos, além de escalonar as variáveis contábeis utilizadas nos modelos, foi ainda utilizado o método de erros padrões seccionais SUR (PCSE) na estimação dos modelos, que estima parâmetros robustos, mesmo assumindo a presença de heteroscedasticidade seccional e de autocorrelação nos resíduos (DANTAS, 2012). Os resultados dos testes empíricos com o uso de dados em painel, com efeitos fixos seccionais são apresentados a seguir.

Hipótese 1: Com o passar do tempo e em virtude da complexidade do mercado, os RA estão se tornando mais difíceis de serem lidos.

Essa hipótese verifica se existe relação entre as variáveis T1 e T3 e CM. Foram acrescentadas as demais variáveis independentes, usadas como variáveis de controle no modelo.

Hipótese 1a: Com o passar do tempo, os RA estão se tornando mais difíceis de serem lidos; e

Hipótese 1b: Em virtude da complexidade do mercado, os RA estão se tornando mais difíceis de serem lidos.

Os resultados da regressão são apresentados na Tabela 4.10.

Tabela 4.10 – Resultados da regressão da Hipótese 1

Modelo testado:		
$FLESCH_{i,t} = \alpha + \beta_1 T_1 + \beta_2 T_3 + \beta_3 CM_t + \beta_4 \Delta PIB + \beta_5 \Delta INFL + \beta_6 \Delta CAMB + \beta_7 \Delta EBMI + \beta_8 ATIVO_{i,t} + \beta_9 CAPPROP_{i,t} + \beta_{10} LIQ_{i,t} + \beta_{11} ROE_{i,t} + \beta_{12} ML_{i,t} + \beta_{13} ECP_{i,t} + \beta_{14} GA_{i,t} + \varepsilon$		
Variáveis	Coefficiente	P-valor
c	40,47349	0,0000***
T1	1,578805	0,3383
T3	3,141346	0,1771
CM	130,88	0,3671
PIB	0,28931	0,2731
INFL	-0,038892	0,8813
CAMB	0,464244	0,9107
EBMI	-1,428927	0,4782
ATIVO	0,308979	0,6676
CAPPROP	0,005154	0,7347
LIQ	0,00328	0,4960
ROE	-3,68E-07	0,0000***
ML	-8,12E-05	0,8518
ECP	-0,013065	0,8176
GA	-0,00048	0,3897
R2		0,598475
R2 Ajustado		0,559932
DW		1,346375
Estatística F		15,5271
p-valor (F)		0,0000

Significante a 1% (***); a 5% (**); e a 10% (*).

Observa-se que a única variável que apresentou significância para a legibilidade (FLESCH) foi o Retorno do Patrimônio Líquido (ROE), porém em uma relação inversa. Isso significa dizer que empresas com menores níveis de rentabilidade do PL tentariam apresentar

as informações no RA de uma maneira mais legível. A estatística F confirma a significância dessa relação estatística, com p-valor de 0,0000. Como as variáveis T1, T3 e CM não foram significativas, conclui-se pela refutação da hipótese 1.

Hipótese 2: Existe diferença estatística entre o nível de legibilidade e o segmento econômico da empresa.

Essa hipótese verifica se os setores regulados (empresas de energia elétrica, telecomunicações e financeiras) apresentam textos mais legíveis que os setores não regulados.

Para a realização do teste de média, testa-se a hipótese alternativa de que existe diferença estatística entre os setores regulados (μ_1) e não regulados (μ_2) – de que as duas populações possuem ($\mu_1 > \mu_2$) médias diferentes. Como as duas médias fazem parte de uma mesma população, porém os desvios padrões populacionais são desconhecidos, realiza-se o Teste t para dois pares de amostra presumindo-se variâncias equivalentes (STEVENSON, 1981). Os resultados do teste são apresentados na Tabela 4.11.

Tabela 4.11 – Resultados do teste de média entre o score de legibilidade e o segmento econômico

	<i>Setores Não Regulados</i>	<i>Setores Regulados</i>
Média	44,04	45,36
Variância	178,34	274,99
Observações	1.560,00	232,00
Variância agrupada	190,81	
Hipótese da diferença de média	0,00	
gl	1.790,00	
Stat t	-1,36	
P(T<=t) uni-caudal	0,09	
t crítico uni-caudal	1,65	
P(T<=t) bi-caudal	0,17	
t crítico bi-caudal	1,96	

Conforme se observa na Tabela 4.12, o resultado do nível descritivo foi ($P(T \leq t)$ uni-caudal) foi de 0,09, valor superior ao nível de significância ($\alpha = 0,05$) e o valor da estatística t calculado de -1,36 é menor que o valor do t crítico de 1,96, concluindo-se que a hipótese nula de que as duas médias são iguais não é rejeitada. Portanto, a hipótese alternativa de que a média dos setores regulados é maior do que a dos setores não regulados é rejeitada.

Verificou-se ainda, de forma complementar, se os setores regulados apresentam maior volume de informações divulgadas nos RA (palavras) do que os setores não regulados. Os resultados são apresentados na Tabela 4.12.

Tabela 4.12 – Resultados do teste de média entre a quantidade de palavras no RA e o segmento econômico

	<i>Setores Não Regulados</i>	<i>Setores Regulados</i>
Média	1.240,71	4.931,61
Variância	3.708.329,37	24.699.356,57
Observações	1.582,00	238,00
Variância agrupada	6.444.783,41	
Hipótese da diferença de média	0,00	
gl	1.818,00	
Stat t	-20,91	
$P(T \leq t)$ uni-caudal	0,00	
t crítico uni-caudal	1,65	
$P(T \leq t)$ bi-caudal	0,00	
t crítico bi-caudal	1,96	

Na Tabela 4.12, o resultado do nível descritivo foi ($P(T \leq t)$ uni-caudal) foi de 0,00, valor inferior ao nível de significância ($\alpha = 0,05$), concluindo-se que a hipótese nula de que as duas médias são iguais é rejeitada. Assim, a hipótese alternativa de que a média dos setores regulados é maior do que a dos setores não regulados não é rejeitada, ou seja, embora as empresas reguladas não apresentassem relatórios mais legíveis, elas divulgaram maior volume de informações no RA que as empresas não reguladas, no período estudado.

Hipótese 3: Com o passar do tempo e a complexidade do mercado, os RA estão apresentando maior diversidade de assuntos.

Essa hipótese verifica se existe relação entre a variável diversidade de assuntos e o tempo e a complexidade do mercado. Novamente, o modelo foi testado com as demais variáveis independentes, como variáveis de controle.

As hipóteses desse estudo foram desmembradas em:

Hipótese 3a: Com o passar do tempo, os RA estão apresentando maior diversidade de assuntos; e

Hipótese 3b: Em virtude da complexidade do mercado, os RA estão apresentando maior diversidade de assuntos.

Os resultados da regressão encontram-se na Tabela 4.13.

Tabela 4.13 – Resultados da regressão da Hipótese 3

Modelo testado:		
$DIVERS_{i,t} = \alpha + \beta_1 T_1 + \beta_2 T_3 + \beta_3 CM_t + \beta_4 \Delta PIB + \beta_5 \Delta INFL + \beta_6 \Delta CAMB + \beta_7 \Delta EBMI + \beta_8 ATIVO_{i,t} + \beta_9 CAPPROP_{i,t} + \beta_{10} LIQ_{i,t} + \beta_{11} ROE_{i,t} + \beta_{12} ML_{i,t} + \beta_{13} ECP_{i,t} + \beta_{14} GA_{i,t} + \varepsilon$		
Variáveis	Coefficiente	P-valor
c	-0,013621	0,9913
T1	93,95592	0,0064***
T3	-1,769401	0,0000***
CM	0,357153	0,5145
PIB	0,039138	0,5284
INFL	-0,028569	0,6388
CAMB	1,363033	0,1441
EBMI	0,438332	0,3383
ATIVO	0,004286	0,0006***
CAPPROP	0,440812	0,0066***
LIQ	-0,002346	0,7433
ROE	-4,81E-02	0,0176**
ML	2,23E-07	0,0000***
ECP	0,000824	0,0218**
GA	-0,000542	0,0000***
R2		0,766485
R2 Ajustado		0,744452
DW		0,787106
Estatística F		34,78797
p-valor (F)		0,0000

Significante a 1% (***) ; a 5% (**); e a 10% (*),

Como se observa na Tabela 4.13, verifica-se relação entre as variáveis DIVERS e T1 e relação inversa com T3, que significa dizer que, no primeiro período, as empresas apresentaram maior desvio médio da diversidade de assuntos, o que não acontece no terceiro período, corroborando os achados dos estudos de Almeida (1988), Beuren (1991) e Falcão (1993). A variável complexidade do mercado não apresentou relação significativa, o que leva à rejeição da Hipótese 3b.

As variáveis independentes ATIVO, CAPPROP, ML e ECP apresentaram relação significativa com DIVERS e inversa com GA, de maneira que, quanto maiores o ativo, o capital próprio, a margem líquida e o endividamento, e menor o giro do ativo, maior a diversidade de informações nos Relatórios da Administração. A relação entre as variáveis apresentaram um R^2 Ajustado = 0,7445. A estatística F confirma a significância dessa relação estatística, com p-valor de 0,0000.

Hipótese 4: Empresas com alto endividamento tendem a apresentar mais frases sobre perspectivas futuras e sobre conjuntura econômica.

Essa hipótese verifica se existe relação entre o endividamento das empresas e os assuntos Conjuntura Econômica e Perspectivas, evidenciados no RA. Essa hipótese é desmembrada nas seguintes hipóteses:

Hipótese 4a: Empresas com alto endividamento tendem a apresentar mais frases sobre perspectivas futuras; e

Hipótese 4b: Empresas com alto endividamento tendem a apresentar mais frases sobre conjuntura econômica.

A hipótese 4a verifica se existe relação entre o endividamento de curto prazo e a divulgação de informações sobre perspectivas futuras, no RA. Novamente foram acrescentadas as demais variáveis independentes, como variáveis de controle no modelo.

Os resultados da Hipótese 4a estão apresentados na Tabela 4.14.

Tabela 4.14 – Resultados da regressão da Hipótese 4a

Modelo testado:			
$PERSP_{i,t} = \alpha + \beta_1 T_1 + \beta_2 T_3 + \beta_3 CM_t + \beta_4 \Delta PIB + \beta_5 \Delta INFL + \beta_6 \Delta CAMB + \beta_7 \Delta EBMI + \beta_8 ATIVO_{i,t} + \beta_9 CAPPROP_{i,t} + \beta_{10} LIQ_{i,t} + \beta_{11} ROE_{i,t} + \beta_{12} ML_{i,t} + \beta_{13} ECP_{i,t} + \beta_{14} GA_{i,t} + \varepsilon$			
Variáveis	Coefficiente	P-valor	
c	0,023465	0,3814	
T1	0,011334	0,0000***	
T3	0,003168	0,3994	
CM	-0,582527	0,0121**	
PIB	-0,000188	0,6481	
INFL	0,001375	0,0005***	
CAMB	-0,017953	0,0061***	
EBMI	0,000369	0,9066	
ATIVO	0,007482	0,1188	
CAPPROP	-5,64E-05	0,6049	
LIQ	-5,59E-07	0,9387	
ROE	3,01E-10	0,0437**	
ML	2,31E-06	0,4494	
ECP	-3,95E-05	0,9096	
GA	-1,02E-05	0,0020***	
R2		0,422958	
R2 Ajustado		0,368512	
DW		1,602203	
Estatística F		7,768389	
p-valor (F)		0,0000	

Significante a 1% (***) ; a 5% (**); e a 10% (*).

Como se verifica na Tabela 4.14, as variáveis T1, INFL, ROE apresentaram relação significativa e, de forma inversa, CM, CAMB, GA com a variável PERSP. Com relação ao desempenho, isso significa dizer que as empresas com alto retorno do PL e menor giro do ativo apresentaram maiores informações sobre perspectiva nos RA.

De forma adicional, verificou-se que o período de 1997-2001, que foi o período pré-Lula, também fez com que as empresas apresentassem maior volume de frases sobre perspectivas. Ainda, quanto mais alta a inflação, também influenciou em maior volume de

frases sobre perspectivas. Essas duas conclusões adicionais são bem plausíveis, na medida em que no período pré-Lula houve muitas especulações de como se comportaria a economia, assim como uma alta da inflação pode realmente fazer com que as empresas analisem um cenário futuro para a empresa e a economia.

As demais conclusões podem ser interpretadas da seguinte maneira: uma menor complexidade do mercado, assim como uma menor taxa cambial (dólar mais baixo) refletem em maior volume de informações sobre perspectivas futuras nos RA das empresas.

Essas variáveis independentes puderam explicar 37% da divulgação de frases sobre perspectivas nos RA (R^2 Ajustado = 0,3685). A estatística F confirma a significância do conjunto de parâmetros das variáveis explicativas, com p-valor de 0,0000. Apesar dessas conclusões, a hipótese de que as empresas com maiores endividamentos apresentariam maior quantidade de frases sobre perspectivas é refutada.

A hipótese 4b verifica se um alto endividamento explicaria a divulgação de informações sobre conjuntura econômica no RA. Novamente, foram acrescentadas as demais variáveis independentes, como variáveis de controle no modelo. Com isso, testaram-se as hipóteses 4 e 5 conjuntamente, para a variável CE.

Hipótese 5: Existe relação entre variáveis de conjuntura econômica e as informações divulgadas pelas empresas sobre cenário.

Os resultados da regressão Conjuntura Econômica são apresentados na Tabela 4.15.

Tabela 4.15 – Resultados da regressão da Hipótese 4b e 5

Modelo testado:			
$CE_{i,t} = \alpha + \beta_1 T_1 + \beta_2 T_3 + \beta_3 CM_t + \beta_4 \Delta PIB + \beta_5 \Delta INFL + \beta_6 \Delta CAMB + \beta_7 \Delta EBMI + \beta_8 ATIVO_{i,t} + \beta_9 CAPPROP_{i,t} + \beta_{10} LIQ_{i,t} + \beta_{11} ROE_{i,t} + \beta_{12} ML_{i,t} + \beta_{13} ECP_{i,t} + \beta_{14} GA_{i,t} + \varepsilon$			
Variáveis	Coeficiente	P-valor	
c	0,017106	0,6736	
T1	-0,005049	0,6313	
T3	-0,014208	0,3618	
CM	-0,169044	0,8614	
PIB	-0,003008	0,0825*	
INFL	-0,002703	0,0988*	
CAMB	0,038148	0,1546	
EBMI	-0,003014	0,8197	
ATIVO	0,011131	0,0588*	
CAPPROP	-1,85E-06	0,9889	
LIQ	9,45E-06	0,2370	
ROE	5,64E-10	0,0013**	
ML	3,03E-06	0,4048	
ECP	-0,00042	0,1972	
GA	-0,00000765	0,1051	
R2		0,525134	
R2 Ajustado		0,480328	
DW		1,361946	
Estatística F		11,72034	
p-valor (F)		0,0000	

Significante a 1% (***) ; a 5% (**); e a 10% (*).

Como se verifica na Tabela 4.15, a variável de endividamento de curto prazo (Hipótese 4b) não apresentou relação significativa com o assunto Conjuntura Econômica. Porém, ATIVO e ROE apresentaram relação significativa, que pode ser interpretada da seguinte forma: quanto maior o porte e a rentabilidade das empresas maior o volume de frases sobre conjuntura nos RA. Com relação às variáveis macroeconômicas (Hipótese 5), observa-se uma relação inversa entre o PIB e a INFL e a variável CE, que pode ser interpretado como: quanto menor o PIB e a inflação, maior a divulgação de informações sobre conjuntura. A hipótese 5, portanto, corrobora com achados de Staw, McKechnie e Puffer (1983), Salancik e Meindl (1984) e Rodrigues (2005).

Essas variáveis puderam explicar 48% da divulgação sobre CE nos RA (R^2 Ajustado = 0,4808). A estatística F confirma a significância dessa relação estatística, com p-valor de 0,0000.

De forma adicional, foram testados todos os assuntos tratados no RA com as variáveis independentes, com o objetivo de capturar alguma relação ainda não tratada na literatura. O Quadro 4.3 resume essas relações encontradas, bem como o sinal dessa relação. Os resultados das regressões estão apresentados no Apêndice C.

Quadro 4.3 – Resumo dos resultados das regressões entre os assuntos e as variáveis independentes

Assuntos	Variáveis independentes													
	CM	T-1	T-3	PIB	INLF	CAMB	EBMI	LIQ	ATIVO	CAPPROP	ECP	ROE	ML	GA
AP													(+)	
DN		(+)						(-)	(-)			(-)		(+)
REF		(-)		(-)	(-)	(+)	(-)	(+)						(+)
DES				(+)	(+)									
AUD		(-)								(-)		(-)	(-)	
INV	(-)	(+)	(+)	(-)	(-)				(+)					(-)
DIV	(-)	(+)								(-)		(+)		(+)
CAP	(+)		(-)										(+)	
END			(+)		(-)				(-)	(+)				(+)
GC	(+)	(-)	(-)	(+)			(+)		(+)			(+)		(-)
OI					(+)						(+)			

Como se observa no Quadro 4.3, algumas relações entre os assuntos tratados e as variáveis independentes de tempo foram: (1) relação direta entre a variável tempo 1 (1997-2001) e os assuntos: descrição de negócio, investimentos, dividendos e inversa com reforma, auditoria e governança; (2) relação direta entre a variável tempo 3 (2008-2010) e investimentos e endividamento e inversa com capital e governança corporativa. Isso demonstra que no primeiro período do estudo, de incerteza e instabilidade econômica, as empresas se preocupavam em divulgar informações de investimentos, dividendos, porém pouco se divulgava sobre auditoria e governança. Houve um crescimento das informações sobre auditoria nos RA, basicamente a partir de 2002, impulsionado pela Instrução Normativa CVM 381/2003. Já no período 3, que é o momento da crise mundial, as empresas continuaram

tratando sobre investimentos e um maior volume de informações sobre endividamento; o que leva a inferir que as empresas estavam sinalizando os efeitos da crise nos RA.

Com relação à complexidade do mercado, essa variável mostrou relação direta significativa entre os assuntos capital e governança corporativa e relação inversa com investimentos e dividendos, demonstrando que, com o aumento do tamanho da bolsa brasileira, as empresas passaram a divulgar maior volume de informações sobre capital e sobre governança, e menor volume de frases sobre investimentos e dividendos.

Para as variáveis macroeconômicas, foram verificadas as seguintes relações: (1) direta, entre o PIB e os assuntos desempenho e governança corporativa; e relação inversa do PIB com reforma da administração e investimento, demonstrando que, quanto maior o PIB, maior o volume de divulgação de frases de desempenho e governança, e, quanto menor, mais informações sobre reforma e investimento; (2) direta entre a inflação e desempenho; e inversa com reforma da administração, investimentos e endividamento; (3) relação direta entre o câmbio e a reforma da administração; (4) relação direta entre o risco Brasil e a governança corporativa e inversa com a reforma da administração. Pode-se inferir que uma menor taxa de inflação impulsionou um aumento de divulgação sobre a reforma da administração e de investimentos e que, provavelmente, foram feitos endividamentos para proporcioná-los. E, ainda, quanto maior o risco Brasil, maior a preocupação com transparência e governança.

As relações entre os assuntos do RA e as variáveis de desempenho foram: (1) relação direta entre o ativo e investimentos e governança corporativa e inversa com descrição de negócios e endividamento; (2) direta entre o capital próprio e endividamento e inversa com dividendos e capital, mostrando que quanto maior o capital próprio, maior o volume de informações sobre endividamento e menos frases sobre dividendos e capital. Esse resultado é interessante, na medida em que demonstra que as empresas mais endividadas apresentaram menos informações sobre esse assunto; (3) relação direta entre liquidez e reforma da

administração e inversa com descrição de negócios; (4) relação direta entre o retorno do patrimônio líquido e os assuntos dividendos e governança corporativa e inversa com descrição de negócios e auditoria; (5) relação direta entre a margem líquida e capital; (6) relação direta entre o giro do ativo e os assuntos descrição de negócios, reforma da administração, dividendos e endividamento; e relação inversa com investimentos e governança corporativa. A variável ECP apresentou relação direta apenas com o assunto outras informações.

Hipótese 6: Empresas de maior porte e menor nível de endividamento, assim como o tempo e a complexidade do mercado, tendem a apresentar relatórios mais volumosos, ou seja, com mais palavras.

Essa hipótese verifica se existe relação entre o volume de informações divulgadas no RA (PAL) e o ativo, o endividamento, o tempo e a complexidade do mercado. Essa hipótese é desmembrada nas seguintes hipóteses:

Hipótese 6a: Empresas de maior porte apresentam relatórios mais volumosos;

Hipótese 6b: Empresas com menor endividamento apresentam relatórios mais volumosos;

Hipótese 6c: Com o passar do tempo, as empresas passaram a apresentar relatórios mais volumosos; e

Hipótese 6d: Com a complexidade do mercado, as empresas passaram a apresentar relatórios mais volumosos.

As demais variáveis independentes foram acrescentadas ao modelo, como variáveis de controle. Os resultados da regressão estão apresentados na Tabela 4.16.

Tabela 4.16 – Resultados da regressão da Hipótese 6

Modelo testado:		
$PAL_{i,t} = \alpha + \beta_1 T_1 + \beta_2 T_3 + \beta_3 CM_t + \beta_4 \Delta PIB + \beta_5 \Delta INFL + \beta_6 \Delta CAMB + \beta_7 \Delta EBMI + \beta_8 ATIVO_{i,t} + \beta_9 CAPPROP_{i,t} + \beta_{10} LIQ_{i,t} + \beta_{11} ROE_{i,t} + \beta_{12} ML_{i,t} + \beta_{13} ECP_{i,t} + \beta_{14} GA_{i,t} + \varepsilon$		
Variáveis	Coefficiente	P-valor
c	56,27466	0,9167
T1	-843,5153	0,0000***
T3	75,59938	0,7567
CM	46519,47	0,0023*
PIB	4,557602	0,8680
INFL	-16,62174	0,5405
CAMB	582,6258	0,1628
EBMI	150,4881	0,4616
ATIVO	184,7965	0,0052*
CAPPROP	-1,552915	0,6721
LIQ	2,443514	0,0000***
ROE	1,47E-04	0,0000***
ML	0,415021	0,0195**
ECP	-22,34985	0,0262**
GA	-0,224807	0,0000***
R2		0,783833
R2 Ajustado		0,763437
DW		0,534767
Estatística F		38,43043
p-valor (F)		0,0000

Significante a 1% (***); a 5% (**); e a 10% (*).

Observa-se, pela análise da Tabela 4.16, que a variável PAL apresenta relação significativa com as variáveis CM, ATIVO, LIQ, ROE, ML; e relação inversa com as variáveis T1, ECP e GA, que demonstra que, no período de 1997 a 2001, os RA apresentavam menor volume de informações. A relação entre essas variáveis e a quantidade de palavras dos RA foi de 76% (R^2 Ajustado = 0,7634). A estatística F confirma a significância dessa relação estatística, com p-valor de 0,0000. Esses resultados corroboram os de Mafra e Ness Jr (2002), Eng e Mak (2003) e Nossa e Carvalho (2003).

Hipótese 7: Com o tempo e a complexidade do mercado, as empresas tendem a apresentar mais recursos visuais em seus relatórios.

Essa hipótese verifica se existe relação entre a quantidade de recursos visuais apresentados no RA (GRAF) e o tempo e a complexidade do mercado. Dessa forma, essa hipótese é desmembrada nas seguintes hipóteses:

Hipótese 7a: Com o passar do tempo, as empresas passaram a apresentar mais recursos visuais em seus relatórios; e

Hipótese 7b: Com a complexidade do mercado, as empresas passaram a apresentar mais recursos visuais em seus relatórios.

Como nas demais hipóteses, as outras variáveis independentes foram acrescentadas ao modelo, como variáveis de controle. Os resultados são apresentados na Tabela 4.17.

Tabela 4.17 – Resultados da regressão da Hipótese 7

Modelo testado:		
$GRAF_{i,t} = \alpha + \beta_1 T_1 + \beta_2 T_3 + \beta_3 CM_t + \beta_4 \Delta PIB + \beta_5 \Delta INFL + \beta_6 \Delta CAMB + \beta_7 \Delta EBMI + \beta_8 ATIVO_{i,t} + \beta_9 CAPPROP_{i,t} + \beta_{10} LIQ_{i,t} + \beta_{11} ROE_{i,t} + \beta_{12} ML_{i,t} + \beta_{13} ECP_{i,t} + \beta_{14} GA_{i,t} + \varepsilon$		
Variáveis	Coefficiente	P-valor
c	0,049382	0,9728
T1	-2,334228	0,0000***
T3	0,527872	0,4136
CM	128,6614	0,0014***
PIB	-0,001984	0,9782
INFL	-0,070803	0,3217
CAMB	1,638789	0,1378
EBMI	0,094396	0,8617
ATIVO	0,288831	0,0772*
CAPPROP	-0,008027	0,5222
LIQ	0,004777	0,1570
ROE	-1,17E-07	0,0000***
ML	0,001509	0,0035***
ECP	-0,09308	0,0091***
GA	-0,000688	0,0000***
R2		0,645124
R2 Ajustado		0,611541
DW		0,531042
Estatística F		19,20948
p-valor (F)		0,0000

Significante a 1% (***); a 5% (**); e a 10% (*).

Por meio dos resultados apresentados na Tabela 4.17 é possível observar a relação entre as variáveis GRAF e CM, ATIVO e ML e relação indireta com T1, ROE, ECP e GA. A relação entre essas variáveis e a quantidade de recursos visuais nos RA pode ser explicada em 61% (R^2 Ajustado = 0,6115). A estatística F confirma a significância dessa relação estatística, com p-valor de 0,0000. Assim como nos achados de Beattie e Jones (1997) e Miranda et al. (2008), esses resultados corroboram as hipóteses 7a e 7b.

Nesse sentido, pode-se inferir que quanto maior o ativo, a margem líquida e a complexidade do mercado, maior a quantidade de gráficos e tabelas no RA. E, ainda, no período de 1997 a 2001 os RA apresentavam menor quantidade de gráficos e tabelas. Outras considerações sobre o resultado são: quanto menor a rentabilidade, o endividamento e o giro do ativo, maior volume de recursos visuais.

Hipótese 8: O tamanho do relatório de uma empresa está relacionado com o tamanho do relatório de uma empresa concorrente (“espelho”).

Para testar essa hipótese, primeiramente, as empresas foram classificadas de acordo com os setores de atuação, conforme as informações apresentadas no sítio da CVM e reagrupadas em seis setores, como descrito na metodologia. Buscaram-se, em seguida, os valores de mercado da última negociação no ano de 2011 das 130 empresas da amostra. Uma limitação para esse teste é o de que nem todas as empresas tiveram ações negociadas no período. Assim, das que tiveram essa informação, foram identificados os pares de empresas em cada setor que apresentaram maior valor de mercado. O Quadro 4.4 apresenta as empresas que foram consideradas como concorrentes, por atuarem na mesma atividade econômica e com maiores valores de mercado.

Quadro 4.4 – Amostra de empresas concorrentes

Empresas	Setor de Atuação	Classificação da atividade
Consórcio Alfa de Administração S.A.	Construção Civil, Mat. Constr. e Decoração	Infra-estrutura
Portobello S/A	Construção Civil, Mat. Constr. e Decoração	
Metalgráfica Iguazu S.A.	Metalurgia e Siderurgia	Bens de capital
Forjas Taurus S.A.	Metalurgia e Siderurgia	
Centrais Elétricas Brasileiras S.A.	Energia Elétrica	Serviços
Cia Energ Minas Gerais - Cemig	Energia Elétrica	
Cia Tecidos Santanense	Têxtil e Vestuário	Bens de Consumo
Teka Tecelagem Kuehnrich S.A.	Têxtil e Vestuário	
Eletropaulo Metropolitana EL.S.Paulo S.A	Emp. Adm. Part.	Adm/Participação
Companhia de Gás de São Paulo - Comgás	Emp. Adm. Part.	
Banco Bradesco S.A.	Bancos	Financeiro
Banco do Brasil S.A.	Bancos	

Fonte: elaboração própria, baseada nas informações dos sítios da CVM e ComDinheiro

Definidos os pares, foi realizada a correlação entre as variáveis de legibilidade (*Flesch*), formato (*PAL*) e conteúdo (*DIVERS*) dos RA dessas empresas, nos períodos t e t e períodos t e $t-1$, com o objetivo de verificar se um relatório do ano anterior de uma empresa x influenciaria na divulgação da empresa y no ano seguinte. Os resultados das correlações são apresentados na Tabela 4.18.

Tabela 4.18 – Resultados das correlações entre as empresas e suas concorrentes

Cons Alfa x Portobello									
Pearson			Spearman		Pearson			Spearman	
	<i>t e t</i>	<i>p-valor</i>	<i>t e t</i>	<i>p-valor</i>	<i>t e t-1</i>	<i>p-valor</i>	<i>t e t-1</i>	<i>p-valor</i>	
<i>FLESCH</i>	0,723**	0,0030	0,592*	0,0260	0,554*	0,0490	0,4870	0,0910	
PAL	0,231	0,4260	0,437	0,1180	0,738**	0,0040	0,247	0,4150	
DIVERS	-0,101	0,7310	-0,029	0,9210	0,192	0,5300	0,306	0,3100	
Metalg Iguaçu x Forjas									
Pearson			Spearman		Pearson			Spearman	
	<i>t e t</i>	<i>p-valor</i>	<i>t e t</i>	<i>p-valor</i>	<i>t e t-1</i>	<i>p-valor</i>	<i>t e t-1</i>	<i>p-valor</i>	
<i>FLESCH</i>	-0,299	0,3000	-0,137	0,6390	-0,275	0,3630	-0,468	0,1070	
PAL	0,659*	0,0100	0,741**	0,0020	0,562*	0,0460	0,743**	0,0040	
DIVERS	0,467	0,0920	0,553*	0,0400	0,805**	0,0010	0,559*	0,0470	
Cent Elet Bras x Cemig									
Pearson			Spearman		Pearson			Spearman	
	<i>t e t</i>	<i>p-valor</i>	<i>t e t</i>	<i>p-valor</i>	<i>t e t-1</i>	<i>p-valor</i>	<i>t e t-1</i>	<i>p-valor</i>	
<i>FLESCH</i>	-0,119	0,6860	0,141	0,6310	-0,157	0,6090	-0,101	0,7420	
PAL	0,853**	0,0000	0,842**	0,0000	0,898**	0,0000	0,863**	0,0000	
DIVERS	0,796**	0,0010	0,820**	0,0000	0,759**	0,0030	0,714**	0,0060	
Cia Tec Santanense x Teka									
Pearson			Spearman		Pearson			Spearman	
	<i>t e t</i>	<i>p-valor</i>	<i>t e t</i>	<i>p-valor</i>	<i>t e t-1</i>	<i>p-valor</i>	<i>t e t-1</i>	<i>p-valor</i>	
<i>FLESCH</i>	-0,131	0,6540	-0,389	0,1690	-0,182	0,5530	-0,204	0,5050	
PAL	0,011	0,9710	-0,004	0,9880	-0,074	0,8100	0,033	0,9150	
DIVERS	-0,346	0,2260	-0,398	0,1580	-0,444	0,1290	-0,338	0,2580	
Eletropaulo x Comgás									
Pearson			Spearman		Pearson			Spearman	
	<i>t e t</i>	<i>p-valor</i>	<i>t e t</i>	<i>p-valor</i>	<i>t e t-1</i>	<i>p-valor</i>	<i>t e t-1</i>	<i>p-valor</i>	
<i>FLESCH</i>	0,16	0,5840	0,327	0,2530	-0,126	0,6820	-0,201	0,5110	
PAL	0,443	0,1130	0,385	0,1750	-0,098	0,7490	-0,181	0,5530	
DIVERS	0,21	0,4710	0,196	0,5030	-0,191	0,5320	-0,209	0,4940	
Bradesco x Banco Brasil									
Pearson			Spearman		Pearson			Spearman	
	<i>t e t</i>	<i>p-valor</i>	<i>t e t</i>	<i>p-valor</i>	<i>t e t-1</i>	<i>p-valor</i>	<i>t e t-1</i>	<i>p-valor</i>	
<i>FLESCH</i>	0,063	0,8300	-0,276	0,3400	0,185	0,5450	-0,067	0,8280	
PAL	0,774**	0,0010	0,682**	0,0070	0,809*	0,0010	0,663*	0,0140	
DIVERS	0,676**	0,0080	0,657*	0,0110	0,563*	0,0450	0,632*	0,0210	

** Correlação significativa ao nível de 0,01

* Correlação significativa ao nível de 0,05

número de observações (n=14)

Analisando-se os resultados da Tabela 4.18, verifica-se que os coeficientes de correlação (r) da variável *FLESCH* mostraram-se significantes apenas para os pares de empresas Consórcio Alfa e Portobelo, nos períodos *t e t* (de *Pearson* e *Spearman*) e *t e t-1* (*Pearson*).

Para a variável PAL, os coeficientes de correlação (r) de *Pearson* e *Spearman* foram significantes para as empresas Metalgráfica Iguazu e Forjas, Centrais Elétricas e Cia Energética de Minas Gerais (Cemig) e Bradesco e Banco do Brasil, no período t e $t-1$, e foram superiores a 0,50, o que demonstra existir certa observância entre as empresas com relação à divulgação de informações nos Relatórios de Administração de suas concorrentes.

Com relação ao período t e $t-1$, os três pares de empresas citadas no parágrafo anterior, novamente apresentaram coeficientes significativos. Verificou-se, ainda, que o coeficiente de correlação de *Pearson* das empresas Consórcio Alfa e Portobelo foi significativa, podendo sinalizar que o volume de informações divulgado no RA de uma empresa em um período influencia o RA da empresa concorrente no exercício seguinte.

Para a variável DIVERS, os coeficientes de correlação (r) de *Pearson* e *Spearman* foram significantes para as empresas Centrais Elétricas Brasileiras e Cemig e Bradesco e Banco do Brasil, nos dois períodos, sendo que esses coeficientes novamente foram superiores a 0,50. Com esses resultados, conclui-se que essas empresas costumam divulgar os mesmos assuntos em seus relatórios.

Apenas dois pares de empresas não apresentaram coeficientes de correlação significativa para as variáveis analisadas, a Companhia de Tecidos Santanense e Teka e Eletropaulo e Comgás. Como a maioria dos resultados demonstrou um coeficiente superior a 0,50, pode-se inferir que as empresas realmente se espelham nos RA das suas concorrentes, quando elaboram seus relatórios, corroborando-se, portanto, a hipótese 8.

Finalmente, com relação às oito hipóteses levantadas nesse estudo, os resultados encontram-se resumidos no Quadro 4.5.

Quadro 4.5 – Resultados das hipóteses do estudo

Hipóteses	Resultados
Hipótese 1a: Com o passar do tempo, os RA estão se tornando mais difíceis de serem lidos	Refutada
Hipótese 1b: Em virtude da complexidade do mercado, os RA estão se tornando mais difíceis de serem lidos	Refutada
Hipótese 2: Existe diferença estatística entre o nível de legibilidade e o segmento econômico da empresa	Refutada
Hipótese 3a: Com o passar do tempo, os RA estão apresentando maior diversidade de assuntos	Corroborada
Hipótese 3b: Em virtude da complexidade do mercado, os RA estão apresentando maior diversidade de assuntos	Refutada
Hipótese 4a: Empresas com alto endividamento tendem a apresentar mais frases sobre perspectivas futuras	Refutada
Hipótese 4b: Empresas com alto endividamento tendem a apresentar mais frases sobre conjuntura econômica	Refutada
Hipótese 5: Existe relação entre variáveis de conjuntura econômica e as informações divulgadas pelas empresas sobre cenário.	Corroborada
Hipótese 6a: Empresas de maior porte apresentam relatórios mais volumosos	Corroborada
Hipótese 6b: Empresas com menor endividamento apresentam relatórios mais volumosos	Corroborada
Hipótese 6c: Com o passar do tempo, as empresas passaram a apresentar relatórios mais volumosos	Refutada
Hipótese 6d: Com a complexidade do mercado, as empresas passaram a apresentar relatórios mais volumosos	Corroborada
Hipótese 7a: Com o passar do tempo, as empresas passaram a apresentar mais recursos visuais em seus relatórios	Refutada
Hipótese 7b: Com a complexidade do mercado, as empresas passaram a apresentar mais recursos visuais em seus relatórios	Corroborada
Hipótese 8: O tamanho do relatório de uma empresa está relacionado com o tamanho do relatório de uma empresa concorrente (“espelho”).	Corroborada

Analisando-se o Quadro 4.5, verifica-se que, das oito hipóteses pesquisadas, as hipóteses 1, 2 e 4 foram totalmente refutadas; as hipóteses 3, 6 e 7 foram parcialmente corroboradas; e as hipóteses 5 e 8 foram corroboradas, demonstrando a existência de padrões que influenciaram na divulgação de informações do RA, no período analisado.

5 CONCLUSÃO

5.1 REFLEXÕES SOBRE OS ACHADOS

O objetivo desse estudo foi analisar os Relatórios da Administração das companhias abertas e verificar quais fatores influenciaram na evolução das informações divulgadas, no período de 1997 a 2010.

Para atingir esse objetivo, analisaram-se os RA de 130 empresas, selecionadas aleatoriamente, utilizando-se de três técnicas de investigação: análise de conteúdo, análise do formato e análise da legibilidade.

As principais conclusões do estudo, com base na análise de legibilidade foram: (1) os RA variam de níveis de legibilidade que vão 2 a 94, que significa que existem relatórios que variaram de “muito difícil” a “muito fácil” leitura; (2) como a média se apresentou entre o *score* de 30-50, pode-se concluir que “na média” os relatórios apresentaram baixa legibilidade, ou seja, são de “difícil leitura”.

Com relação à análise de formato: (1) os Relatórios variaram da quantidade mínima de 23 palavras, em 1998, até 22.879, em 2009; (2) oito empresas divulgaram seus RA contendo apenas uma única frase; (3) em 1997, 35 empresas (26,92%) apresentaram RA contendo até 10 frases. Em 2010, 34 empresas apresentaram essa característica, concluindo-se que não houve grande melhora nesse quesito; (4) verifica-se que existem relatórios que não apresentaram nenhum recurso visual até relatórios com um total máximo de 82 gráficos ou tabelas. Finalmente, com o passar dos anos, em média, as empresas vêm aumentando o volume de informações (letras e palavras) e de gráficos e tabelas, divulgados nos Relatórios da Administração.

Essas conclusões vão ao encontro às considerações de Choi e Meek (2004, p.56), de que as empresas situadas nos países com regime *Code Law*, como é o caso do Brasil, cuja principal fonte de financiamento são os bancos, apresentariam um menor nível de evidenciação, basicamente aquelas que seriam obrigatórias, corroborando os achados do estudo de Quinteiro e Medeiros (2005).

Quanto à análise de conteúdo, pode-se concluir que os assuntos mais divulgados nos RA, em todo o período analisado, foram Reforma da Administração e Descrição de Negócios.

Nesse estudo, foram investigadas seis hipóteses, com o objetivo de verificar se existiria relação entre as variáveis dependentes, advindas do RA, e as variáveis independentes de tempo, complexidade do mercado, desempenho e variáveis macroeconômicas. As variáveis independentes que apresentaram relação significativa e o sinal dessa relação encontram-se resumidos no Quadro 5.1.

Quadro 5.1 –Variáveis independentes significativas e sinal da relação

Hipóteses	Variáveis independentes													
	CM	T-1	T-3	PIB	INFL	CAMB	EBMI	LIQ	ATIVO	CAPPROP	ECP	ROE	ML	GA
Hipótese 1: Com o passar do tempo e em virtude da complexidade do mercado, os RA estão se tornando mais difíceis de serem lidos.												(-)		
Hipótese 3: Com o passar do tempo e a complexidade do mercado, os RA estão apresentando maior diversidade de assuntos.		(+)	(-)					(+)	(+)	(+)	(-)	(+)	(-)	
Hipótese 4a: Empresas com alto endividamento tendem a apresentar mais frases sobre perspectivas futuras.				(-)	(-)			(+)			(+)			
Hipótese 4b: Empresas com alto endividamento tendem a apresentar mais frases sobre conjuntura econômica; e Hipótese 5: Existe relação entre variáveis de conjuntura econômica e as informações divulgadas pelas empresas sobre cenário.	(-)	(+)			(+)	(-)					(+)		(-)	
Hipótese 6: Empresas de maior porte e menor nível de endividamento, assim como o tempo e a complexidade do mercado, tendem a apresentar relatórios mais volumosos, ou seja, com mais palavras.		(-)		(+)				(+)	(+)		(-)	(+)	(+)	(-)
Hipótese 7: Com o tempo e a complexidade do mercado, as empresas tendem a apresentar mais recursos visuais em seus relatórios.	(+)	(+)						(+)			(-)	(-)	(+)	(-)

Assim, pode-se concluir que, com exceção do Risco Brasil, todas as variáveis independentes influenciaram positiva ou negativamente as variáveis de formato e conteúdo no RA. Para as hipóteses 1 e 2, que testavam padrões que influenciariam a legibilidade dos RA, nenhuma variável independente se mostrou significativa.

A hipótese 8 investigava se haveria relação entre o tamanho do RA de uma empresa com o de sua concorrente, ou seja, se ela se espelharia no relatório da concorrente, ao divulgar o seu próprio relatório. Dos seis pares de empresas testados no período t e t , três resultados dos coeficientes de correlação foram superiores a 0,50 e um resultado ficou bem próximo (0,44). Para o período t e $t-1$, os resultados foram que quatro pares de empresas apresentaram

coeficientes superiores a 0,50 e um ficou bem próximo (0,47). Com esses resultados, infere-se haver certa observância (espelhamento) entre as concorrentes, ao divulgar informações em seus RA.

5.2 IMPLICAÇÕES PARA A ACADEMIA E PRATICANTES DO MERCADO

Em virtude da escassez de estudos que tratam das narrativas contábeis, especialmente o Relatório da Administração, essa pesquisa apresenta algumas contribuições, tanto para a comunidade acadêmica, como para os praticantes do mercado.

A principal implicação desse estudo para a academia encontra-se no desenho metodológico da pesquisa, que trabalha com o conhecimento multidisciplinar de outras áreas, como a Linguística, especificamente, com suas técnicas de análise de conteúdo e legibilidade, o que contribui para o desenvolvimento das pesquisas científicas e da própria Contabilidade.

Para o mercado, esse estudo serve de sinalização para os usuários dessa informação, na medida em que o Relatório da Administração, de maneira geral, ainda tem muito que evoluir em relação à quantidade, legibilidade e conteúdo da informação divulgada.

E, especialmente, para o órgão regular do mercado de capitais (CVM), esse estudo, ao analisar 14 anos de divulgação do RA conclui que, mais importante do que criar normas de divulgação a serem cumpridas no RA é a supervisão e a verificação de que a maioria das empresas não está cumprindo o mínimo de divulgação requerido. Isso porque a falta de transparência da maioria das empresas faz com que o grau de utilidade e confiabilidade dessa narrativa seja prejudicado, levando-se a questionar a necessidade real desse instrumento de divulgação. Assim, essa pesquisa contribui por demonstrar o *status quo* do Relatório da Administração, que, mesmo com o passar do tempo, não está evoluindo na mesma velocidade

que o mercado de capitais cresce. E é natural que o crescimento do mercado demande por maior quantidade e qualidade nas informações apresentadas pelas empresas.

5.3 LIMITAÇÕES DOS ACHADOS DA PESQUISA E SUGESTÕES DE ENCAMINHAMENTOS FUTUROS

Com relação às limitações da pesquisa, esse estudo apresenta dois tipos principais: quanto aos métodos utilizados e à seleção da amostra.

Apesar das vantagens da análise de conteúdo discutidas na metodologia, esse método possui as seguintes limitações: (1) a análise é subjetiva e, por essa razão, pode ser enviesada de acordo com a interpretação do leitor; (2) a frequência com que as palavras ou temas aparecem num texto podem não refletir o grau de ênfase dado às mesmas; (3) ao classificar as frases ou palavras em categorias, com o objetivo de reduzir os dados, eles podem não refletir essa categoria da mesma forma; e (4) as medidas usadas na análise só consideram a quantificação, não retratando a qualidade da divulgação (ALVES, 2011; HALL, 2002).

Outra limitação refere-se à quantificação das frases em 13 categorias de assuntos, levando-se em consideração o Parecer de Orientação nº 15, da CVM, pois, à medida em que novos assuntos foram sendo discutidos nos RA, eles passaram a ser basicamente tratados como “outros”, por não haver uma categoria específica para inclusão. Daí a inclusão da categoria “governança corporativa”, que veio para tentar diminuir um pouco esse problema, posto que muitas empresas passaram a divulgar informações sobre esse tema.

Com relação à seleção da amostra, uma primeira limitação foi causada pela falta de disponibilização dos Relatórios da Administração pela CVM, para a realização de estudos que abrangessem uma série histórica maior que catorze anos. Segundo, porque, ao agruparem-se empresas de diferentes setores do mercado, como empresas de energia e instituições

financeiras, que são regulados por outras agências, além da CVM, com outras companhias de menor expressividade no mercado, pode-se obter uma média que, de fato, não represente o comportamento médio. Ainda, porque, ao se limitar a analisar apenas as empresas que emitiram o RA no período de 1997 a 2010, criou-se um viés de seleção, denominado de viés de sobrevivência, na medida em que há uma prevalência nesse estudo de empresas relativamente velhas (com no mínimo quinze anos de existência, conforme se observa na Tabela 3.1). Dessa forma, como se tratou de uma população intencional e não probabilística, os resultados das análises limitam-se às empresas estudadas, não podendo ser generalizadas às demais.

Como as empresas, ao longo dos 14 anos, sofreram transformações em sua estrutura, como, por exemplo, as de energia elétrica, que em grande parte foram privatizadas, tornou inviável a utilização de alguns tipos de variáveis de controle (como a origem do capital, se nacional ou estrangeiro; a estrutura de controle, se é concentrado ou diversificado; o nível de governança corporativa e quanto à cobertura dos analistas).

Para pesquisas futuras, sugere-se: (1) ampliar o escopo da pesquisa, no sentido de abranger empresas de capital aberto e fechado; (2) utilizar outras técnicas de investigação, tais como *softwares* de análise de conteúdo ou outra técnica para mensurar a legibilidade, invés da técnica *Flesch*; (3) levantar novas hipóteses que investiguem outros padrões de divulgação no RA, bem como utilizar novas variáveis de controle; (4) e, ainda, com o passar dos anos, ir aumentando o horizonte temporal desse estudo.

REFERÊNCIAS

- AKERLOF, George. A. The Market for ‘Lemons’: quality uncertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488–500, 1970.
- AKHTARUDDIN, M.; HARON, Hasnah. Board ownership, audit committees’ effectiveness, and corporate voluntary disclosures. **Asian Review of Accounting**, v. 18, n. 3, p. 245-259, 2010.
- ALMEIDA, Paulo de Souza Soares de. **A divulgação de informações voluntárias em relatórios anuais de companhias abertas**. Rio de Janeiro, 1988. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Instituto Superior de Estudos Contábeis da Fundação Getúlio Vargas (ISEC/FGV).
- ALVES, Maria Teresa Venâncio Dores. Análise de Conteúdo: sua aplicação nas publicações de contabilidade. **Revista Universo Contábil**, v. 7, n. 3, p. 146-166, jul./set., 2011.
- BALTAGI, Badi H. **Econometric analysis of panel data**. 4 ed. West Sussex, UK: John Wiley, 2008.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN). **Indicadores Econômicos**. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>>. Acesso em: 20 jun. 2012.
- BEATTIE, Vivien; JONES, Michael John. A Comparative Study of the Use of Financial Graphs in the Corporate Annual Reports of Major U.S. and U.K. Companies. **Journal of International Financial Management Accounting**, v. 8, n. 1, p. 33-68, 1997.
- _____; _____. Impression Management: the case of inter-country financial graphics. **Journal of International Accounting, Auditing & Taxation**, v. 9, n. 2, p. 159- 183, 2000.
- _____; _____. Measurement Distortion of Graphs in Corporate Reports: an experimental study. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, v. 15 n. 4, p. 546-564, 2002.
- _____. _____. MCINNES, Bill; FEARNLEY Stella. A methodology for analyzing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes. **The Accounting Forum**, v. 28, p. 205-236, 2004.
- BEUREN, Ilse Maria. **Divulgação de informações voluntárias em relatórios financeiros e seu relacionamento com a estrutura das empresas e características dos contabilistas**. Rio de Janeiro, 1991. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Instituto Superior de Estudos Contábeis da Fundação Getúlio Vargas. (ISEC/FGV).
- BIRCHLER, Urs; BÜTLER, Monika. **Information economics**. New York: Routledge, 2007.

BRASIL. **Lei 6.385**, de 07.12.1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários Publicada no Diário Oficial da União em 09.12.76. Disponível em <www.planalto.gov.br/>. Acesso em: 04 mai. 2005.

_____. **Lei 6.404**, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União em 17.12.77. Disponível em <www.planalto.gov.br/>. Acesso em: 11 out. 2009.

_____. **Relatório da Administração da Companhia Commercio e Industria Nacional**, publicado no DIÁRIO OFFICIAL em 10 de junho de 1892. São Paulo: DOU, 1892.

BROOKS, Chris. **Introductory Econometrics for Finance**. Cambridge: Cambridge University Press, 2002.

CHOI, Frederick S.; MEEK, Gary K. **International accounting**. 5. ed. New York: Prentice Hall, 2004.

CLATWORTHY, Mark.; JONES, Michael John. The Effect of Thematic Structure on the Variability of Annual Report Readability. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 14 n. 3, p. 311-326, 2001.

COMDINHEIRO. Disponível em: <www.comdinheiro.com>. Acesso em: 10 jul. 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Cadernos CVM 8 – Principais Direitos dos Acionistas Minoritários de Companhias Abertas**. Rio de Janeiro: CVM, 2009.

_____. **Consulta de Documentos de Companhias Abertas**. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 11 out. 2012.

_____. **Deliberação CVM nº 488**, de 03 de outubro de 2005. Disponível em <http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 04 mai. 2010.

_____. **Instrução CVM nº 248**, de 29 de março de 1996. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 01 jul. 2012.

_____. **Instrução CVM nº 308**, de 14 de maio de 1999. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 11 out. 2011.

_____. **Instrução CVM nº 381**, de 14 de janeiro de 2003. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 30 mai. 2012.

_____. **Instrução CVM nº 457**, de 13 de Julho de 2007. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 30 mai. 2012.

_____. **Instrução CVM nº 480**, de 7 de dezembro de 2009. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 30 mai. 2012.

_____. **Instrução CVM nº 485**, de 1º de setembro de 2010. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 30 mai. 2012.

_____. **Parecer de Orientação CVM nº 15**, de 28 de dezembro de 1987. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 11 out. 2009.

_____. **Parecer de Orientação CVM nº 17**, de 15 de fevereiro de 1989. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 28 jul. 2010.

_____. **Parecer de Orientação CVM nº 19**, de 09 de maio de 1990. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 28 jul. 2010.

_____. **Parecer de Orientação CVM nº 24**, de 15 de janeiro de 1992. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 28 jul. 2010.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC). **Pronunciamentos Técnico CPC-26**: apresentação das demonstrações contábeis. Brasília: CPC, 2009. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/pdf/CPC26.pdf>>. Acesso em: 30 mai. 2012.

COURTIS, John K. Annual Report Readability Variability: tests of the obfuscation hypothesis. **Accounting Auditing & Accountability Journal**, v. 11, n. 4, p. 459-471, 1998.

CUNHA, Rafael Koifman Carneiro; SILVA, César Augusto Tibúrcio. Análise da Facilidade de Leitura das Demonstrações Contábeis das Empresas Brasileiras: uma investigação do gerenciamento de impressões nas narrativas contábeis. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 9., 2009, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2009.

DALMÁCIO, Flávia Zóboli; PAULO, Francislene Ferraz Magalhães. A Evidenciação Contábil: Publicação de Aspectos Sócio-ambientais e Econômico-Financeiros nas Demonstrações Contábeis. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 4.. **Anais...** São Paulo: USP, 2004.

DANTAS, José Alves. Auditoria em Instituições Financeiras: determinantes de qualidade no mercado brasileiro. Brasília, 2012. 191 p. **Tese** (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Pós-graduação em Ciências Contábeis das Universidades de Brasília, Universidade Federal da Paraíba e Universidade Federal do Rio Grande do Norte.

_____; MEDEIROS, Otávio Ribeiro de; PAULO, Edilson. Relação entre Concentração e Rentabilidade no Setor Bancário Brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 22, n. 55, p. 5-28, jan./fev./mar./abr., 2011.

DIAS, Warley de Oliveira; RODRIGUES, Luciana Alves; COLAUTO, Romualdo Douglas. Evidenciação de Informações Financeiras nos Formulários 20-F. **Revista Universo Contábil**, v. 7, n.1, p. 6-19, jan./mar., 2011.

DUBAY, William H. **Smart Language**: Readers, Readability, and the Grading of Text. California: Impact Information, 2007.

DYE, Ronald E. Disclosure of Nonproprietary Information. **Journal of Accounting Research**, v. 23, n. 1, p. 123-145, Spring, 1985.

_____. An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, p. 181-235, 2001.

ENG, L. L.; MAK, Y. T. Corporate governance and voluntary disclosure. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 22, n. 4, p.325-345, 2003.

FALCÃO, Eduardo Tadeu de Aquino. **Divulgação em demonstrações financeiras de companhias abertas**. São Paulo, 1993. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA/USP).

FERNANDES, José Lúcio Tozetti; SILVA, César Augusto Tibúrcio. Análise da Legibilidade dos Textos Narrativos dos Fatos Relevantes Divulgados pelas Empresas Brasileiras de Capital Aberto nos Anos de 2002 a 2006. **RAC-Eletrônica**, Curitiba, v. 3, n. 1, art. 8, p. 142-158, Jan/Abr, 2009.

GALLON, Alessandra Vasconcelos; BEUREN, Ilse Maria. Análise de Conteúdo dos Itens Obrigatórios ou Recomendados e de Divulgação Espontânea no Relatório da Administração das Companhias Abertas. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, Brasília, v. 2, n. 1, art. 3, p. 47-70, jan/abr. 2008.

GOLDIM, José Roberto. Consentimento e Informação: a importância da qualidade do texto utilizado. **Revista HCPA**, v. 26, n. 3, p. 117-122. Disponível em: <<http://www.bioetica.ufrgs.br/cilegib.pdf>>. Acesso em: 03 jul. 2012.

GONÇALVES, Odair; OTT, Ernani. A Evidenciação nas Companhias Brasileiras de Capital Aberto. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 26., 2002, Salvador. **Anais...** Bahia: ANPAD, 2002. CD-ROM.

GUJARATI, Damodar N. **Econometria básica**. Tradução de: Maria José Cyhlar Monteiro. 4 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

HALL, J. An exploratory investigation into the corporate social disclosure of selected New Zealand companies. **Discussion Paper Series 211**. School of Accountancy, Massey University, Auckland, 2002.

HENDRIKSEN, Eldon S.; VAN BREDA, Milchel F. **Teoria da Contabilidade**. Tradução de Antônio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas, 1999.

HOLDER-WEBB, Lori. The Question of Disclosure: providing a tool for evaluation Management’s Discussion and Analysis. **Advances in Accounting Behavioral Research**, v.10, p. 183-223, 2007.

_____; COHEN, Jaffrey R. The Association between Disclosure, Distress, and Failure. **Journal of Business Ethics**, v. 75, p. 301-314, 2007.

HOSSAIN, Mohammad Farhad; SIDDIQUEE, Mohammad Moniruzzaman. **Readability of Management Reviews of Listed Companies of Bangladesh**. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1079695>. Acesso em: 11 nov. 2009.

INFANTE, Ulisses. **Curso de Gramática Aplicada aos Textos**. São Paulo: Editora Scipione, 1995.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEADATA). **EBMI + Risco Brasil**. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/>>. Acesso em: 02 jul. 2012.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx>>. Acesso em: 28 jul. 2010a.

_____. **Origem da Boa Governança**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=18>>. Acesso em: 28 jul. 2010b.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Teoria da Contabilidade**. 6 ed. São Paulo: Atlas, 2000.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, October, v. 3, n. 4, p.305-360, 1976.

JONES, Michael John; SHOEMAKER, Paul A. Accounting Narratives: a review of empirical studies of content and readability. **Journal of Accounting Literature**, v. 13, p. 142, 1994.

KOS, Sonia Raifur; ESPEJO, MÁRCIA M. S. B.; RAIFUR, Léo. O Conteúdo Informativo do Relatório da Administração e o Desempenho das Empresas Brasileiras do Ibovespa. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 12. **Anais...** São Paulo: USP, 2012.

KRAEMER, Maria Elisabeth Pereira. Contabilidade Criativa: maquiando as demonstrações contábeis. **Revista Pensar Contábil**, Rio de Janeiro, v. 7, n. 28, p. 42-51, mai/jul, 2005.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. **Fundamentos da Metodologia Científica**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 1990.

LAKSMANA, Indrarini; TIETZ, Wendy; YANG, Ya-Wen. Compensation Discussion and Analysis (CD&A): readability and management obfuscation. **Journal of Accounting Public Policy**, v. 31, p. 185-203, 2012.

LEE, C. J.; GU, L. Z. Low Balling, Legal Liability and Auditor Independence. **The Accounting Review**, v. 73, n. 4, p.533-55, oct. 1998.

LI, Feng. Annual Report Readability, Current Earnings, and Earnings Persistence. **Working Paper n. 1028**. September, 2006. Michigan: Ross School of Business, University of Michigan, 2006.

LIBBY, Robert; BLOOMFIELD, Robert J.; NELSON, Mark W. Experimental Research in Financial Accounting. **Accounting, Organizations and Society**, n. 27, p. 775-810, 2002.

MACHO-STANDLER, Inés; PEREZ CASTILHO, J. David. **An introduction to the economics of information: incentives and contracts**. 2^a ed. New York: Oxford University Press, 2001.

MAFRA, Mário Allan Ferraz; NESS JR., Walter Lee. O Relatório da Administração no Brasil: peça de informação ou de ficção? In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 27., 2002, Salvador. **Anais...** Bahia: ANPAD, 2002. CD-ROM.

MARQUES, Luís D. Modelos dinâmicos com dados em painel: revisão de literatura. Centro de Estudos Macroeconômicos e Previsão - Faculdade de Economia do Porto, Outubro de 2000. Disponível em < <http://wps.fep.up.pt/wps/wp100.pdf>>. Acesso em 4 jul, 2012.

MARTINS, Gilberto A. **Análise de Conteúdo**. USP, 2009. Disponível em: <<http://www.eac.fea.usp.br/eac/observatorio/metodologia-analise-conteudo.asp>>. Acesso em 11 out. 2009.

_____; THEÓPHILO, Carlos Renato. **Metodologia da Investigação Científica para Ciências Sociais Aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2007.

MATIAS-PEREIRA, José. **Manual de Metodologia da Pesquisa Científica**. São Paulo: Atlas, 2007.

MELO, Francisco Matheus Alves; PONTE, Vera Maria Rodrigues.; OLIVEIRA, Marcelle Colares. Análise das Práticas de Evidenciação de Informações Avançadas e Não-obrigatórias nas Demonstrações Contábeis das Empresas Brasileiras. **Revista de Contabilidade e Organizações** (FEARP/USP), v. 1, n.1, p.30-42, set/dez. 2007.

MICROSOFT WORD. **Ajuda do Microsoft Office Word**, 2010.

MIRANDA, Luiz Carlos; VIEIRA, Alexandre da Silva; LAGIOIA, Umbelina Cravo T.; VASCONCELLOS, Marco Tullio C. Utilização de Gráficos em Demonstrações Contábeis. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**. v. 2, n. 3, art. 2, p. 16-35, set/dez. 2008.

MURCIA, Fernando Dal-ri; CARVALHO, Luis Nelson. Conjecturas Acerca do Gerenciamento de Lucros, Republicação das Demonstrações Contábeis e Fraude Contábil. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 18, n. 4, p. 61-82, out./dez. 2007.

_____; WUERGES, Artur. Escolhas Contábeis no Mercado Brasileiro: divulgação voluntária de informações versus gerenciamento de resultados. **Revista Universo Contábil**, v. 7, n. 2, p. 28-44, abr./jun., 2011.

NOSSA, Valcemiro; CARVALHO, Luiz Nelson Guedes de. Uma análise do conteúdo do disclosure ambiental de empresas do setor de papel e celulose em nível internacional. In: XXVII EnANPAD, 2003, São Paulo. **Anais...** São Paulo: ANPAD, 2003. CD-ROM.

OLIVEIRA, Miriam. **Indicadores para tomada de decisão na etapa de concepção do processo construtivo: a percepção dos principais intervenientes**. Porto Alegre, 1999. 309 p.

Tese (Doutorado em Administração) - Escola de Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (PPGA/EA/UFRGS).

PAGLIARUSSI, Marcelo Sanches; SCOTÁ, Renato. O Uso do Disclosure Narrativo em Relatórios Anuais Corporativos para Inferência da Continuidade das Empresas. **Revista de Contabilidade e Organizações**, FEARP/USP, v. 3, n. 5, p. 3-24, jan/abr. 2009.

PINHO, Diva Benevides; VASCONCELOS, Marco Antônio S. de. **Manual de Economia**. 4 ed. São Paulo: Saraiva, 2003.

PONTE, Vera Maria Rodrigues; OLIVEIRA, Marcelle Colares; MOURA, Héber José de. Análise da Prática de Evidenciação de Informações Avançadas e Não-Obrigatórias nas Demonstrações Contábeis das Empresas Brasileiras: um estudo comparativo dos exercícios de 2002 e 2005. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 7., **Anais...** São Paulo: USP, 2007.

PROCIANOY, Jairo Laser; ROCHA, Carlos Fernando Paleo da. Disclosure das Companhias Abertas: um estudo exploratório do departamento de relações com investidores. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 29., São Paulo, **Anais...** São Paulo: ANPAD, 2002.

QUINTEIRO, Luis Gustavo do Lago; MEDEIROS, Otávio Ribeiro. Evidenciação contábil e volatilidade dos retornos das ações no Brasil. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 29., 2005, Brasília. **Anais...** Brasília: ANPAD, 2005.

RICHARDSON, Roberto Jarry. **Pesquisa Social: métodos e técnicas**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 1999.

RODRIGUES, Fernanda Fernandes. **Análise das Variáveis que Influenciam as Informações Divulgadas nos Relatórios da Administração das Companhias Abertas Brasileiras: um estudo empírico nos anos de 2001 e 2003**. Brasília, 2005. 118 p. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Programa Multi-institucional e Inter-regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, UnB, UFPB, UFPE e UFRN.

ROGERS, Rodney K.; GRANT, Julia. Content Analysis of Information Cited in Reports of Sell-Side Financial Analysts. **Journal of Financial Statement Analysis**, v. 3, n. 1, p. 17-30, Outono, 1997.

SALANCIK, Gerald R; MEINDL, James R. Corporate Attributions as Strategic Illusions of Management Control. **Administrative Science Quarterly**, v. 29, p. 238-254, 1984.

SALOTTI, Bruno Meirelles; YAMAMOTO, Marina Mitiyo. Ensaio sobre a Teoria da Divulgação. **Brazilian Business Review**, v. 2, n. 1, p. 53-70, 2005.

SENA, Brunna Hísla da Silva; SANTANA, Cláudio Moreira; RODRIGUES, Ricardo José Duarte; ARRIO, Kouadio; MACHADO, Camila Araújo; ROCHA, Diones Gomes da. Uma Análise dos Fatos Relevantes de Companhias com Registro na CVM Utilizando Aprendizagem de Máquina: estudo após a crise financeira. In: ENCONTRO DA

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 33., 2009, São Paulo. **Anais...** São Paulo: ANPAD, 2009.

_____; SILVA, César Augusto Tibúrcio; ARRIAL, Roberto Ternes. Classificação do Conteúdo de Documentos Contábeis Usando Aprendizagem de Máquina: o caso dos fatos relevantes. **REPeC - Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 4, n. 2, p. 23-42, mai/ago. 2010.

SILVA, César Augusto Tibúrcio; LIMA, Diogo Henrique Silva. Formulation Effect: Influência da Forma de Apresentação sobre o Processo Decisório de Usuários de Informações Financeiras. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 31., 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro 2007.

_____; FERNANDES, José Lúcio Tozetti. Legibilidade dos Fatos Relevantes no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea (RAC)**, v. 3, n. 1, p. 142-158, 2009. Disponível em: <http://www.anpad.org.br/periodicos/arq_pdf/a_818.pdf>. Acesso em: 02 jul. 2012.

_____; RODRIGUES, Fernanda Fernandes; ABREU, Robson Lopes. Análise dos Relatórios da Administração das Companhias Abertas Brasileiras: um estudo do exercício social de 2002. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 11, n. 2, p.71-92, 2007.

_____; RODRIGUES, Marília Gualberto. A Relevância do Relatório da Administração para o Usuário da Informação: um estudo experimental. **Revista de Informação Contábil (RIC)**, v. 4, n. 1, p. 41-56, Jan-Mar, 2010.

SMITH, Malcolm; TAFFLER, Richard. Readability and Understandability: Different Measures of the Textual Complexity of Accounting Narrative. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, v.5, n. 4, p. 84-98, 1992.

SOUZA, Ludmila de Melo. **Análise das Variáveis que Explicam o Nível de Similaridade dos Relatórios da Administração de Empresas Negociadas no Mercado Acionário Brasileiro**. Brasília, 2010. 99 p. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, UnB, UFPB, UFPE e UFRN.

SPRINGER, Lisa. Enhancing the Annual Report: Investor Relations and the MD&A. **The Journal of Bank Accounting & Auditing**, v. 5, n. 2, p.27-29, 1992.

STAW, Barry M.; MCKECHNIE, Pamela I.; PUFFER, Sheila M. The Justification of Organizational Performance. **Administrative Science Quarterly**, v. 28, p. 582-600, 1983.

STEVENS, Kathleen. C.; STEVENS, Kevin T.; STEVENS, William P. A response to “measuring readability: a comparison of accounting textbooks”. **Journal of Accounting Education**, v. 11, p. 287-292, 1993.

STEVENSON, William J. **Estatística Aplicada à Administração**. Tradução de Alfredo Alves de Faria. São Paulo: Harbra, 1981.

SYDSERFF, Robin; WEETMAN, Pauline. Developments in Content Analysis: a transitivity index and DICTION score. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 15, n. 4, p. 523-545, 2002.

TESSAROLO, Izabella Frinhani; PAGLIARUSSI, Marcelo Sanches; LUZ, Antônio Tadeu Mattos da. The Justification of Organizational Performance in Annual Report Narratives. **Brazilian Administration Review (BAR)**, v. 7, n. 2, art. 5, p. 198-212, Apr-Jun, 2010.

TWEDT, Brady; REES, Lynn. Reading Between the Lines: an empirical examination of qualitative attributes of financial analysts' reports. **Journal of Accounting Public Policy**, v. 31, p. 1-21, 2012.

UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT (UNCTAD). **Guidance on Good Practices in Corporate Governance Disclosure (GGPCGD)**. New York and Geneva: United Nations, 2006. Disponível em: <http://www.unctad.org/sp/docs/c2isard30_sp.pdf>. Acesso em: 28 jul. 2010.

VERRECCHIA, Robert E. Discretionary Disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 5, p. 179-194, 1983.

_____. Essays on Disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, p. 97-180, 2001.

VICENTE, Ernesto Fernando Rodrigues; ALVES, Jorge Luiz; SCHARF, Luciano; BORBA, José Alonso. Aderência do Relatório da Administração das Empresas Listadas no Novo Mercado da Bovespa ao Guia de Boas Práticas de Governança Corporativa da UNCTAD. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, Rio de Janeiro, v. 12, n. 2, p.5, mai/ago, 2007.

WILLIAMS, John; LEUNG, Patrick; KENT, Jenny; HEAZLEWOOD, Terry. Measuring readability in Accounting: An application and evaluation of the cloze procedure. **Working Paper n. 21**. Charles Sturt University, 2002.

WORLD FEDERATION OF EXCHANGE (WFE). **Market Capitalization**. Disponível em: <<http://www.world-exchanges.org/statistics/time-series/market-capitalization>>. Acesso em: 3 jul. 2012.

YUTHAS, Kristi; ROGERS, Rodney; DILLARD, Jesse F. Communicative Action and Corporate Annual Reports. **Journal of Business Ethics**, v. 41, p. 141-157, 2002.

APÊNDICES

APÊNDICE A - Amostra de Empresas Analisadas

Empresas	Setor de Atuação	Dummy
Alfa Holdings S.A.	Emp. Adm. Part. - Intermediação Financeira	5
Bahema S.A.	Participação em outras sociedades	5
Banco Bradesco S.A.	Bancos	6
Banco do Brasil S.A.	Bancos	6
Bardella S.A. Inds Mecanicas	Máquinas, Equipamentos, Veículos e Peças	2
Battistella Adm e Participações S A	Emp. Adm. Part. - Sem Setor Principal	5
Baumer S.A.	Metalurgia e Siderurgia	2
Bicicletas Monark S.A.	Brinquedos e Lazer	4
BMG Leasing S.A. - Arrend. Mercantil	Arrendamento Mercantil	6
Brasmotor S.A.	Máquinas, Equipamentos, Veículos e Peças	2
Buettner S.A. Ind e Comercio	Têxtil e Vestuário	4
Cachoeira Velonorte	Têxtil e Vestuário	4
Cafe Soluvel Brasilia S.A.	Alimentos	4
Cambuci S.A.	Têxtil e Vestuário	4
Carbomil S.A. Miner. e Industria	Extração Mineral	2
Celulose Irani S.A.	Papel e Celulose	1
Cemepe Investimentos S.A.	Emp. Adm. Part. - Sem Setor Principal	5
Centrais Eletricas Brasileiras S.A.	Energia Elétrica	3
Centrais Eletricas de Santa Catarina S.A	Emp. Adm. Part. - Energia Elétrica	5
Centrais Eletricas Matogrossenses S.A.	Energia Elétrica	3
Cesp - Companhia Energética de São Paulo	Energia Elétrica	3
Cia Cacique Cafe Soluvel	Alimentos	4
Cia Eletricidade da Bahia	Energia Elétrica	3
Cia Energ Minas Gerais - Cemig	Energia Elétrica	3
Cia Energética de Pernambuco - Celpe	Energia Elétrica	3
Cia Estadual de Geracao e Transmissao de Energia Eletrica	Energia Elétrica	3
Cia Ferro Ligas Bahia FerbaS.A.	Metalurgia e Siderurgia	2
Cia Hering	Têxtil e Vestuário	4
Cia Hidro Elétrica do São Francisco	Energia Elétrica	3
Cia Indl Schlosser S.A.	Têxtil e Vestuário	4
Cia S.A.neamento Básico Estado São Paulo	Saneamento, Serv. Água e Gás	3
Cia Siderurgica Nacional	Metalurgia e Siderurgia	2
Cia Tecidos Santanense	Têxtil e Vestuário	4
Cims S.A.	Emp. Adm. Part. - Sem Setor Principal	5
Cobrasma S.A.	Máquinas, Equipamentos, Veículos e Peças	2
Comercial Quintella Com Exp S.A.	Serviços Transporte e Logística	3
Companhia de Gás de São Paulo - Comgás	Emp. Adm. Part. - Saneamento, Serv. Água e Gás	5
Companhia Industrial Cataguases	Têxtil e Vestuário	4
Companhia Melhoramentos de São Paulo	Emp. Adm. Part. - Papel e Celulose	5
Companhiia Habitasul de Participações	Embalagens	4
Conpel Cia Nordestina Papel	Alimentos	4
Conservas Oderich S.A.	Emp. Adm. Part. - Intermediação Financeira	5
Consortio Alfa de Administração S.A.	Construção Civil, Mat. Constr. e Decoração	1
Const Adolpho Lindenberg S.A.	Construção Civil, Mat. Constr. e Decoração	1
Const Lix da Cunha S.A.	Construção Civil, Mat. Constr. e Decoração	1
Digitel S.A. Industria Eletronica	Comunicação e Informática	3

Dimed S.A. Distribuidora De Medicamentos	Comércio (Atacado e Varejo)	4
Dohler S.A.	Têxtil e Vestuário	4
Drogasil S.A.	Comércio (Atacado e Varejo)	4
Electro Aço Altona S/A	Metalurgia e Siderurgia	2
Eletropaulo Metropolitana El.S.Paulo S.A	Emp. Adm. Part. - Máqs., Equip., Veíc. e Peças	5
Energipar Captação S.A.	Emp. Adm. Part. - Const. Civil, Mat. Const. e Decoração	5
Eternit S.A.	Construção Civil, Mat. Constr. e Decoração	1
Eucatex S.A. Ind e Comercio	Construção Civil, Mat. Constr. e Decoração	1
Ferrovias Centro Atlantica S.A.	Serviços Transporte e Logística	3
Fibam Cia Industrial	Metalurgia e Siderurgia	2
Finansinos S/A-Crédito, Finan. e Invest.	Bancos	6
Forjas Taurus S.A.	Metalurgia e Siderurgia	2
Forpart S.A.	Emp. Adm. Part. - Sem Setor Principal	5
Fras-Le S.A.	Máquinas, Equipamentos, Veículos e Peças	2
Gruçai Participações S.A.	Emp. Adm. Part. - Serviços Transporte e Logística	5
GTD Participacoes S.A.	Emp. Adm. Part. - Energia Elétrica	5
Guararapes Confecções S.A.	Têxtil e Vestuário	4
Haga S.A. Indústria e Comércio	Metalurgia e Siderurgia	2
Hauscenter S.A.	Emp. Adm. Part. - Sem Setor Principal	5
Hopi Hari S.A.	Hospedagem e Turismo	3
Iguacu Celulose Papel S.A.	Papel e Celulose	1
Ind Azulejos Bahia S.A.	Construção Civil, Mat. Constr. e Decoração	1
IND MAQS AGRICOLAS FUCHS AS	Máquinas, Equipamentos, Veículos e Peças	2
Inds J B Duarte S.A.	Alimentos	4
Indústrias Verolme-Ishibras S.A. – IVI	Máquinas, Equipamentos, Veículos e Peças	2
Inepar Telecomunicações S.A.	Telecomunicações	3
Investimentos Bemge S.A.	Emp. Adm. Part. - Sem Setor Principal	5
Joao Fortes Engenharia S.A.	Construção Civil, Mat. Constr. e Decoração	1
Josapar- Joaquim Oliveira S/A Particip	Alimentos	4
Kepler Weber S.A.	Emp. Adm. Part. - Metalurgia e Siderurgia	5
La Fonte Telecom S/A	Emp. Adm. Part. - Telecomunicações	5
Light Serviços de Eletricidade S.A.	Energia Elétrica	3
Lojas Hering S.A.	Têxtil e Vestuário	4
Lojas Renner S.A.	Comércio (Atacado e Varejo)	4
Mangels Industrial S.A.	Emp. Adm. Part. - Metalurgia e Siderurgia	5
Manufatura de Brinquedos Estrela S.A.	Brinquedos e Lazer	4
Mendes Junior Engenharia S.A.	Construção Civil, Mat. Constr. e Decoração	1
Mercantil do Br Finc S.A. Cfi	Bancos	6
Mercantil do Brasil Leasing S.A.	Arrendamento Mercantil	6
Metalgrafica Iguacu S.A.	Metalurgia e Siderurgia	2
Metalurgica Duque S.A.	Metalurgia e Siderurgia	2
Metanor S.A. Metanol do NE	Petroquímicos e Borracha	2
Metisa Metalúrgica Timboense S.A.	Metalurgia e Siderurgia	2
Minasmaquinas S.A.	Máquinas, Equipamentos, Veículos e Peças	2
Monteiro Aranha S.A.	Emp. Adm. Part. - Sem Setor Principal	5
Nadir Figueiredo Ind e Com S.A.	Extração Mineral	2
Neumarkt Trade and Financial Center S/A	Crédito Imobiliário	6
Nordon Inds Metalurgicas S.A.	Metalurgia e Siderurgia	2
Panatlantica S.A.	Metalurgia e Siderurgia	2

Parcom Participacoes S.A.	Emp. Adm. Part. - Sem Setor Principal	5
Petroleo Lub do Nordeste S.A.	Petróleo e Gás	1
Plascar Participações Industriais S.A	Emp. Adm. Part. - Máqs., Equip., Veíc. e Peças	5
Polpar S.A.	Emp. Adm. Part. - Sem Setor Principal	5
Portobello S/A	Construção Civil, Mat. Constr. e Decoração	1
Portuense Ferragens S/A	Construção Civil, Mat. Constr. e Decoração	1
Pró Metalurgia S.A.	Máquinas, Equipamentos, Veículos e Peças	2
QGN Participações S.A.	Emp. Adm. Part. - Petroquímicos e Borracha	5
Recrusul S.A.	Máquinas, Equipamentos, Veículos e Peças	2
Refinaria Pet Mangueiros S.A.	Petróleo e Gás	1
Sansuy S.A. Indústria de Plásticos	Petroquímicos e Borracha	2
Santa Catarina Part Invest S.A.	Emp. Adm. Part. - Intermediação Financeira	5
Santher Fab.de Papel Santa Therezinha S.A.	Papel e Celulose	1
Schulz S.A.	Metalurgia e Siderurgia	2
Sergen Servs Gerais de Eng S.A.	Construção Civil, Mat. Constr. e Decoração	1
Serra Azul Water Park S.A.	Emp. Adm. Part. - Brinquedos e Lazer	5
Shopping Center Tacaruna S.A.	Emp. Adm. Part. - Sem Setor Principal	5
Siderurgica J L Aliperti S.A.	Metalurgia e Siderurgia	2
SNB Participacoes S.A.	Emp. Adm. Part. - Comércio (Atacado e Varejo)	5
Sondotecnica Engenharia de Solos S/A.	Construção Civil, Mat. Constr. e Decoração	1
Souza Cruz S.A.	Bebidas e Fumo	4
Springer S.A.	Máquinas, Equipamentos, Veículos e Peças	2
Suzano Holding S.A. (Ex-Nemofeffer S.A.)	Emp. Adm. Part. - Papel e Celulose	5
Suzano Papel e Celulose S.A.	Papel e Celulose	1
Tec Toy S/A	Máquinas, Equipamentos, Veículos e Peças	2
Tecnosolo S/A	Construção Civil, Mat. Constr. e Decoração	1
Teka Tecelagem Kuehnrich S.A.	Têxtil e Vestuário	4
Tekno S.A. Indústria e Comércio	Emp. Adm. Part. - Metalurgia e Siderurgia	5
Terminais Port. da Ponta do Félix S/A	Serviços Transporte e Logística	3
Unitextil - Uniao Industrial Textil S/A	Têxtil e Vestuário	4
Usinas Siderurgicas de Minas Gerais S.A.	Metalurgia e Siderurgia	2
Wembley Sociedade Anônima	Emp. Adm. Part. - Têxtil e Vestuário	5
Wetzel S.A.	Metalurgia e Siderurgia	2
WLM Indústria e Comércio S.A.	Emp. Adm. Part. - Máqs., Equip., Veíc. e Peças	5
Wtc Amazonas Suite Hotel S.A.	Hospedagem e Turismo	3

APÊNDICE B – Resultados das Estatísticas do Teste de Chow

Hipóteses	Teste de Chow	Conclusão
Modelo 1	17.0957	Rejeita H ₀
Modelo 3	23.0049	Rejeita H ₀
Modelos 4 e 5		
AP	47.7495	Rejeita H ₀
DN	20.0112	Rejeita H ₀
CE	13.7540	Rejeita H ₀
RA	16.1581	Rejeita H ₀
DES	13.1166	Rejeita H ₀
AUD	8.9570	Rejeita H ₀
INV	20.0296	Rejeita H ₀
DIV	20.6457	Rejeita H ₀
CAP	12.2381	Rejeita H ₀
END	11.5226	Rejeita H ₀
PERSP	9.4991	Rejeita H ₀
OI	6.6622	Rejeita H ₀
GC	7.7179	Rejeita H ₀
Modelo 6	21.8335	Rejeita H ₀
Modelo 7	13.4512	Rejeita H ₀

O teste de Chow é calculado pela equação:

$$CHOW = \frac{(RRSS - URSS)/(N - 1)}{URSS/(NT - N - K)} \sim F_{(N-1, NT-N-K)}$$

Onde: RRSS = soma dos quadrados dos resíduos considerando o modelo *pooled* (que desconsidera a heterogeneidade individual dos elementos); URSS = soma dos quadrados dos resíduos com o modelo de efeitos fixos; N = número de empresas integrantes da amostra; T = número de períodos considerados no estudo; e K = número de variáveis, incluindo a constante.

APÊNDICE C – Resultados das Estatísticas do Teste de Hausman

Hipóteses	Teste de Hausman	p-valor	Conclusão
<u>Modelo 1</u>	20.6715	0.1104	Não rejeita H_0
<u>Modelo 3</u>	80.1435	0.0000	Rejeita H_0
<u>Modelos 4 e 5</u>			
AP	15.1517	0.3679	Não rejeita H_0
DN	35.4157	0.0013	Rejeita H_0
CE	38.5107	0.0004	Rejeita H_0
RA	31.7347	0.0044	Rejeita H_0
DES	9.4511	0.8011	Não rejeita H_0
AUD	2.6073	0.9996	Não rejeita H_0
INV	54.8255	0.0000	Rejeita H_0
DIV	13.2422	0.5075	Não rejeita H_0
CAP	31.6598	0.0045	Rejeita H_0
END	37.0060	0.0007	Rejeita H_0
PERSP	15.8844	0.3205	Não rejeita H_0
OI	9.3458	0.8083	Não rejeita H_0
GC	24.3123	0.0420	Rejeita H_0
<u>Modelo 6</u>	77.5725	0.0000	Rejeita H_0
<u>Modelo 7</u>	36.5610	0.0009	Rejeita H_0

APÊNDICE D – Resultados adicionais das regressões da Hipótese 4

Modelo testado:		
$AP_{i,t} = \alpha + \beta_1 T_1 + \beta_2 T_3 + \beta_3 CM_t + \beta_4 \Delta PIB + \beta_5 \Delta INFL + \beta_6 \Delta CAMB + \beta_7 \Delta EBMI + \beta_8 ATIVO_{i,t} + \beta_9 CAPPROP_{i,t} + \beta_{10} LIQ_{i,t} + \beta_{11} ROE_{i,t} + \beta_{12} ML_{i,t} + \beta_{13} ECP_{i,t} + \beta_{14} GA_{i,t} + \varepsilon$		
Variáveis	Coefficiente	P-valor
c	0,137882	0,0006***
T1	0,005061	0,5433
T3	-0,013218	0,2699
CM	-0,046869	0,9497
PIB	-0,000246	0,8578
INFL	0,00163	0,2116
CAMB	0,00652	0,7634
EBMI	0,003089	0,7686
ATIVO	-0,006341	0,2938
CAPPROP	8,93E-05	0,6333
LIQ	1,91E-06	0,7392
ROE	2,85E-10	0,2223
ML	1,06E-05	0,0439**
ECP	-0,000212	0,634
GA	-0,00000675	0,2871
R2		0,789004
R2 Ajustado		0,769095
DW		1,039855
Estatística F		39,63197
p-valor (F)		0,0000
Legenda para a significância dos parâmetros: a 1% (***) ; a 5% (**); e a 10% (*).		

Modelo testado:

$$DN_{i,t} = \alpha + \beta_1 T_1 + \beta_2 T_3 + \beta_3 CM_t + \beta_4 \Delta PIB + \beta_5 \Delta INFL + \beta_6 \Delta CMB + \beta_7 \Delta EBMI + \beta_8 ATIVO_{i,t} + \beta_9 CAPPROP_{i,t} + \beta_{10} LIQ_{i,t} + \beta_{11} ROE_{i,t} + \beta_{12} ML_{i,t} + \beta_{13} ECP_{i,t} + \beta_{14} GA_{i,t} + \varepsilon$$

Variáveis	Coefficiente	P-valor
c	0,292414	0,0000***
T1	0,028312	0,0814*
T3	0,027216	0,2352
CM	-0,51148	0,7247
PIB	0,001478	0,5714
INFL	-0,001374	0,602
CAMB	-0,055062	0,1759
EBMI	0,00409	0,8363
ATIVO	-0,011471	0,0539*
CAPPROP	0,00027	0,451
LIQ	-8,51E-05	0,0887*
ROE	-2,50E-09	0,0192**
ML	-5,72E-06	0,563
ECP	0,000849	0,2889
GA	0,0000	0,0001***
R2		0,619317
R2 Ajustado		0,583398
DW		1,286157
Estatística F		17,24215
p-valor (F)		0,0000

Significante a 1% (***); a 5% (**); e a 10% (*).

Modelo testado:

$$RA_{i,t} = \alpha + \beta_1 T_1 + \beta_2 T_3 + \beta_3 CM_t + \beta_4 \Delta PIB + \beta_5 \Delta INFL + \beta_6 \Delta CMB + \beta_7 \Delta EBMI + \beta_8 ATIVO_{i,t} + \beta_9 CAPPROP_{i,t} + \beta_{10} LIQ_{i,t} + \beta_{11} ROE_{i,t} + \beta_{12} ML_{i,t} + \beta_{13} ECP_{i,t} + \beta_{14} GA_{i,t} + \varepsilon$$

Variáveis	Coefficiente	P-valor
c	0,219237	0,0000***
T1	-0,011823	0,0682*
T3	0,000134	0,9884
CM	-0,034186	0,9533
PIB	-0,00254	0,0168**
INFL	-0,004429	0,0000***
CAMB	0,042133	0,0081***
EBMI	-0,021395	0,0051***
ATIVO	0,000253	0,9753
CAPPROP	-4,13E-05	0,487
LIQ	6,55E-05	0,0163**
ROE	1,08E-09	0,2227
ML	2,53E-06	0,4023
ECP	-0,000306	0,6493
GA	1,76E-05	0,0631*
R2		0,609248
R2 Ajustado		0,572379
DW		1,256308
Estatística F		16,52469
p-valor (F)		0,0000

Significante a 1% (***); a 5% (**); e a 10% (*).

Modelo testado:			
$DES_{i,t} = \alpha + \beta_1 T_1 + \beta_2 T_3 + \beta_3 CM_t + \beta_4 \Delta PIB + \beta_5 \Delta INFL + \beta_6 \Delta CAMB + \beta_7 \Delta EBMI + \beta_8 ATIVO_{i,t} + \beta_9 CAPPROP_{i,t} + \beta_{10} LIQ_{i,t} + \beta_{11} ROE_{i,t} + \beta_{12} ML_{i,t} + \beta_{13} ECP_{i,t} + \beta_{14} GA_{i,t} + \varepsilon$			
Variáveis	Coefficiente	P-valor	
c	0,135554	0,0043***	
T1	0,013577	0,1186	
T3	0,015224	0,2589	
CM	-0,815843	0,3264	
PIB	0,003924	0,0081***	
INFL	0,003155	0,0205**	
CAMB	-0,034149	0,1189	
EBMI	0,006513	0,5495	
ATIVO	0,000393	0,9565	
CAPPROP	-0,000132	0,5591	
LIQ	-2,37E-05	0,3558	
ROE	3,25E-11	0,9111	
ML	4,70E-06	0,4664	
ECP	3,43E-05	0,9539	
GA	-3,28E-06	0,6252	
R2		0,494128	
R2 Ajustado		0,446398	
DW		1,267813	
Estatística F		10,35239	
p-valor (F)		0,0000	
Significante a 1% (***); a 5% (**); e a 10% (*).			

Modelo testado:			
$AUD_{i,t} = \alpha + \beta_1 T_1 + \beta_2 T_3 + \beta_3 CM_t + \beta_4 \Delta PIB + \beta_5 \Delta INFL + \beta_6 \Delta CAMB + \beta_7 \Delta EBMI + \beta_8 ATIVO_{i,t} + \beta_9 CAPPROP_{i,t} + \beta_{10} LIQ_{i,t} + \beta_{11} ROE_{i,t} + \beta_{12} ML_{i,t} + \beta_{13} ECP_{i,t} + \beta_{14} GA_{i,t} + \varepsilon$			
Variáveis	Coefficiente	P-valor	
c	0,012675	0,7011	
T1	-0,050824	0,000***	
T3	-0,020815	0,2001	
CM	1,471394	0,1452	
PIB	0,000496	0,7881	
INFL	0,001906	0,2901	
CAMB	0,024933	0,3626	
EBMI	0,010248	0,4448	
ATIVO	-0,004306	0,2236	
CAPPROP	-0,00023	0,0145**	
LIQ	-7,89E-07	0,9517	
ROE	-8,71E-10	0,0000***	
ML	-1,68E-05	0,0000***	
ECP	2,37E-06	0,9947	
GA	3,69E-06	0,0747	
R2		0,499277	
R2 Ajustado		0,452032	
DW		0,875308	
Estatística F		10,56782	
p-valor (F)		0,0000	
Significante a 1% (***); a 5% (**); e a 10% (*).			

Modelo testado:		
$INV_{i,t} = \alpha + \beta_1 T_1 + \beta_2 T_3 + \beta_3 CM_t + \beta_4 \Delta PIB + \beta_5 \Delta INFL + \beta_6 \Delta CAMB + \beta_7 \Delta EBMI + \beta_8 ATIVO_{i,t} + \beta_9 CAPPROP_{i,t} + \beta_{10} LIQ_{i,t} + \beta_{11} ROE_{i,t} + \beta_{12} ML_{i,t} + \beta_{13} ECP_{i,t} + \beta_{14} GA_{i,t} + \varepsilon$		
Variáveis	Coefficiente	P-valor
c	0,047226	0,0279**
T1	0,011702	0,0010***
T3	0,016518	0,0012***
CM	-0,646666	0,0514*
PIB	-0,001476	0,0132**
INFL	-0,002629	0,0000***
CAMB	-0,003775	0,6897
EBMI	-0,007111	0,1033
ATIVO	0,008387	0,0252**
CAPPROP	-2,93E-05	0,5733
LIQ	1,03E-05	0,5369
ROE	1,04E-11	0,9542
ML	1,33E-06	0,4173
ECP	-8,74E-05	0,602
GA	-1,18E-05	0,0162**
R2		0,59776
R2 Ajustado		0,559807
DW		1,098717
Estatística F		15,75008
p-valor (F)		0,0000
Significante a 1% (***); a 5% (**); e a 10% (*).		

Modelo testado:		
$DIV_{i,t} = \alpha + \beta_1 T_1 + \beta_2 T_3 + \beta_3 CM_t + \beta_4 \Delta PIB + \beta_5 \Delta INFL + \beta_6 \Delta CAMB + \beta_7 \Delta EBMI + \beta_8 ATIVO_{i,t} + \beta_9 CAPPROP_{i,t} + \beta_{10} LIQ_{i,t} + \beta_{11} ROE_{i,t} + \beta_{12} ML_{i,t} + \beta_{13} ECP_{i,t} + \beta_{14} GA_{i,t} + \varepsilon$		
Variáveis	Coefficiente	P-valor
c	0,029451	0,0679*
T1	0,00409	0,0507*
T3	-0,002291	0,4488
CM	-0,357181	0,0554*
PIB	0,000197	0,5556
INFL	-0,00014	0,6886
CAMB	-0,005133	0,3046
EBMI	-0,002401	0,3386
ATIVO	0,001523	0,5825
CAPPROP	-4,55E-05	0,0009***
LIQ	4,71E-07	0,937
ROE	2,88E-10	0,002***
ML	-2,88E-07	0,6509
ECP	3,68E-05	0,4422
GA	1,41E-05	0,0037***
R2		0,612463
R2 Ajustado		0,575897
DW		0,876096
Estatística F		16,74974
p-valor (F)		0,0000
Significante a 1% (***); a 5% (**); e a 10% (*).		

Modelo testado:		
$CAP_{i,t} = \alpha + \beta_1 T_1 + \beta_2 T_3 + \beta_3 CM_t + \beta_4 \Delta PIB + \beta_5 \Delta INFL + \beta_6 \Delta CAMB + \beta_7 \Delta EBMI + \beta_8 ATIVO_{i,t} + \beta_9 CAPPROP_{i,t} + \beta_{10} LIQ_{i,t} + \beta_{11} ROE_{i,t} + \beta_{12} ML_{i,t} + \beta_{13} ECP_{i,t} + \beta_{14} GA_{i,t} + \varepsilon$		
Variáveis	Coefficiente	P-valor
c	0,033755	0,1175
T1	-0,002063	0,4167
T3	-0,00746	0,0495**
CM	0,844435	0,0004***
PIB	-0,000335	0,4329
INFL	-7,93E-05	0,8486
CAMB	0,001949	0,7582
EBMI	0,002408	0,4412
ATIVO	-0,003499	0,3586
CAPPROP	3,39E-05	0,1559
LIQ	4,29E-06	0,4615
ROE	1,66E-10	0,1457
ML	1,20E-06	0,0893*
ECP	-0,000468	0,2047
GA	-7,83E-06	0,3856
R2		0,475415
R2 Ajustado		0,425918
DW		1,329376
Estatística F		9,605014
p-valor (F)		0,0000
Significante a 1% (***) ; a 5% (**); e a 10% (*).		

Modelo testado:		
$END_{i,t} = \alpha + \beta_1 T_1 + \beta_2 T_3 + \beta_3 CM_t + \beta_4 \Delta PIB + \beta_5 \Delta INFL + \beta_6 \Delta CAMB + \beta_7 \Delta EBMI + \beta_8 ATIVO_{i,t} + \beta_9 CAPPROP_{i,t} + \beta_{10} LIQ_{i,t} + \beta_{11} ROE_{i,t} + \beta_{12} ML_{i,t} + \beta_{13} ECP_{i,t} + \beta_{14} GA_{i,t} + \varepsilon$		
Variáveis	Coefficiente	P-valor
c	0,080985	0,0000***
T1	0,003884	0,2096
T3	0,009855	0,0205**
CM	-0,252422	0,3489
PIB	-0,000596	0,2173
INFL	-0,001183	0,0106**
CAMB	-0,001778	0,819
EBMI	-0,004475	0,2385
ATIVO	-0,005624	0,0156**
CAPPROP	0,000122	0,0051***
LIQ	-1,17E-05	0,2705
ROE	9,98E-11	0,3931
ML	-1,38E-06	0,3606
ECP	-0,00031	0,4567
GA	3,05E-06	0,0153**
R2		0,464875
R2 Ajustado		0,414384
DW		1,189021
Estatística F		9,207073
p-valor (F)		0,0000
Significante a 1% (***) ; a 5% (**); e a 10% (*).		

Modelo testado:		
$GC_{i,t} = \alpha + \beta_1 T_1 + \beta_2 T_3 + \beta_3 CM_t + \beta_4 \Delta PIB + \beta_5 \Delta INFL + \beta_6 \Delta CAMB + \beta_7 \Delta EBMI + \beta_8 ATIVO_{i,t} + \beta_9 CAPPROP_{i,t} + \beta_{10} LIQ_{i,t} + \beta_{11} ROE_{i,t} + \beta_{12} ML_{i,t} + \beta_{13} ECP_{i,t} + \beta_{14} GA_{i,t} + \varepsilon$		
Variáveis	Coefficiente	P-valor
c	-0,01044	0,0013***
T1	-0,005495	0,0000***
T3	-0,003927	0,0000***
CM	0,535185	0,0000***
PIB	0,000411	0,0002***
INFL	-0,000132	0,2151
CAMB	0,002704	0,1041
EBMI	0,002607	0,0011***
ATIVO	0,001412	0,0083***
CAPPROP	1,07E-05	0,3787
LIQ	1,56E-05	0,2868
ROE	1,50E-09	0,0000***
ML	3,32E-07	0,7276
ECP	0,000155	0,2211
GA	-2,11E-06	0,0000***
R2		0,520859
R2 Ajustado		0,47565
DW		1,296424
Estatística F		11,5212
p-valor (F)		0,0000
Significante a 1% (***); a 5% (**); e a 10% (*).		

Modelo testado:		
$OI_{i,t} = \alpha + \beta_1 T_1 + \beta_2 T_3 + \beta_3 CM_t + \beta_4 \Delta PIB + \beta_5 \Delta INFL + \beta_6 \Delta CAMB + \beta_7 \Delta EBMI + \beta_8 ATIVO_{i,t} + \beta_9 CAPPROP_{i,t} + \beta_{10} LIQ_{i,t} + \beta_{11} ROE_{i,t} + \beta_{12} ML_{i,t} + \beta_{13} ECP_{i,t} + \beta_{14} GA_{i,t} + \varepsilon$		
Variáveis	Coefficiente	P-valor
c	-0,018025	0,6657
T1	-0,002933	0,7376
T3	-0,009747	0,4219
CM	0,49557	0,5221
PIB	0,001959	0,1665
INFL	0,004555	0,0011***
CAMB	0,000549	0,9805
EBMI	0,009249	0,3928
ATIVO	0,000781	0,9052
CAPPROP	1,08E-05	0,8454
LIQ	1,44E-05	0,2422
ROE	-9,52E-10	0,1646
ML	-1,90E-06	0,1737
ECP	0,000771	0,0001***
GA	-5,62E-06	0,153
R2		0,335987
R2 Ajustado		0,273335
DW		1,690599
Estatística F		5,362745
p-valor (F)		0,0000
Significante a 1% (***); a 5% (**); e a 10% (*).		