



UnB



UFPB



UFPE



UFRN

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA – UnB

UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA – UFPB

UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO – UFPE

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO NORTE - UFRN

Programa Multiinstitucional e Inter-regional de

Pós-Graduação em Ciências Contábeis

FERNANDA FERNANDES RODRIGUES

**ANÁLISE DAS VARIÁVEIS QUE INFLUENCIAM AS INFORMAÇÕES
DIVULGADAS NOS RELATÓRIOS DA ADMINISTRAÇÃO DAS COMPANHIAS
ABERTAS BRASILEIRAS: um estudo empírico nos anos de 2001 a 2003**

Orientador: Professor Doutor César Augusto Tibúrcio Silva

Brasília
2005

FERNANDA FERNANDES RODRIGUES

**ANÁLISE DAS VARIÁVEIS QUE INFLUENCIAM AS INFORMAÇÕES
DIVULGADAS NOS RELATÓRIOS DA ADMINISTRAÇÃO DAS COMPANHIAS
ABERTAS BRASILEIRAS: um estudo empírico nos anos de 2001 a 2003**

Dissertação apresentada como requisito à obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis do Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba, Universidade Federal de Pernambuco e Universidade Federal do Rio Grande do Norte.

Orientador: Professor Doutor César Augusto Tibúrcio
Silva

Brasília
2005

FICHA CATALOGRÁFICA

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 a 2003 / Fernanda Fernandes Rodrigues, Brasília: UnB, 2005.

Dissertação – Mestrado
Bibliografia

1. Relatórios da Administração 2. Análise de conteúdo 3. Otimismo/pessimismo 4. Desempenho financeiro.

FERNANDA FERNANDES RODRIGUES

**ANÁLISE DAS VARIÁVEIS QUE INFLUENCIAM AS INFORMAÇÕES
DIVULGADAS NOS RELATÓRIOS DA ADMINISTRAÇÃO DAS COMPANHIAS
ABERTAS BRASILEIRAS: um estudo empírico nos anos de 2001 a 2003**

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

Prof. Dr. César Augusto Tibúrcio Silva

Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da UnB, UFPB, UFPE e UFRN – Orientador

Prof. Dr. Lauro Brito de Almeida

Prof. Dr. Victor Branco de Holanda

Brasília, 30 de Setembro de 2005.

Aos meus queridos pais, Agnel e Maria José que, apesar da relutância e, não concordando muito com esta minha “suposta vocação”, muito me ajudaram a tornar este sonho real.

Às minhas amadas irmãs Flávia e Fabiana Fernandes Rodrigues, e especialmente ao meu cunhado Fábio Noda Machado (*in memoriam*), pelos momentos felizes que sempre vivenciamos juntos. Embora os objetivos nos levaram a diferentes destinos e este, apesar de nos separar, sabemos que esta separação é somente física, pois vocês estarão sempre comigo, no fundo do meu coração. Espero que jamais se esqueçam desta, que ama muito vocês. Dedico esta conquista a vocês!

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, agradeço a Deus, pela força concedida nos momentos difíceis; pela motivação, muito importante nos dias de desânimo; pela fé, mola propulsora que me permitiu alcançar esta importante conquista. E principalmente à minha família, que representa o meu porto seguro. Obrigada pelo carinho e compreensão.

A todos os professores que acreditaram, ainda na banca de seleção para a sétima turma de mestrado, que eu seria capaz de tamanha ousadia e me concederam esta oportunidade única de estudo. Embora eu não saiba quem foram, saibam que eu lhes sou eternamente grata pela confiança depositada! E espero que eu não os tenha decepcionado...

Ao professor Dr. Jorge Katsumi Niyama, cujo rigor da sua disciplina de Teoria da Contabilidade, associada à promessa de conclusão deste curso, feita na aula inaugural do mestrado, foram motivos de estímulo, nos dias em que eu acreditava que não conseguiria... Felizmente, eu estou conseguindo! E, ainda, por conceder-me uma bolsa de mestrado da Capes – que também agradeço – por contribuir para minha integral dedicação aos estudos e principalmente à produção científica. Agradeço eternamente ao senhor por todos os ensinamentos cedidos, em várias oportunidades de convivência.

Especialmente, agradeço ao professor Dr. César Augusto Tibúrcio Silva, pela oportunidade inigualável de poder ter sido sua aluna e orientanda. Seus ensinamentos, rigor científico e amor pela academia foram de grande valia para meu crescimento, como estudiosa, pesquisadora e profissional. A sua ajuda foi fundamental, não somente para a elaboração desta dissertação, mas também para o meu amadurecimento intelectual. A minha eterna gratidão pelo incentivo e dedicação em engrandecer o meu futuro profissional.

A todos os demais mestres, por tantos ensinamentos e conhecimentos transmitidos, neste curto período: Prof. Bernardo Kipnis, Ph.D., Prof. Dr. Jeronimo José Libonati, Prof. Antônio Artur de Souza, Ph.D. e Prof. Dr. Edwin Pinto de la Sota Silva e especialmente aos Prof. Otávio Ribeiro de Medeiros, Ph.D. e Prof. Dr. Paulo Roberto Barbosa Lustosa, pela oportunidade de participar com os senhores em outros trabalhos acadêmicos.

Agradeço especialmente à Andréa Dantas Ferreira, minha aluna da graduação, pela valiosa oportunidade que você me concedeu ao ser sua orientadora de monografia. Sua contribuição para esta pesquisa foi bastante importante.

Às minhas grandes e inesquecíveis amigas Márcia Andréa Paula Gomes Barcelos, Patrícia de Souza Costa e Maria José Onofre Santos, grandes companheiras, capazes de tornar ameno até os dias de tristeza e solidão.

Agradeço aos meus colegas de turma, Luís Gustavo do Lago Quinteiro, Humberto Carlos Zendersky, José Alves Dantas, Marcellus Egydio de Lima, Sérgio Carlos dos Santos, Sílvio Gulias Júnior, William Santana pelas válidas trocas de conhecimento e aprendizado e, em especial, ao Robson Lopes Abreu, pelo convívio diário e pela imensa paciência ao me agüentar todos os dias...

Aos colegas de outras turmas, especialmente Alex Laquis Resende (primeira turma), Ducineli Regis Botelho (segunda turma), Beatriz Fátima Morgan e Carmem Sylvia Tibério (terceira turma), Márcia Athayde Matias e Maria Celeste Batista de Mello (quinta turma) e Patrícia D' Oliveira Araújo Caldas (turma Nordeste) pelo companheirismo e amizade. Especialmente, agradeço ao Leonardo Vieira (quinta turma), pessoa bondosa e amiga, extremamente disposta a me ajudar. Suas contribuições foram importantíssimas.

A todos do Departamento de Contabilidade da Universidade de Brasília, especialmente, ao Prof. Msc. Elivânio Geraldo de Andrade, ao Eugênio Pacelli de Oliveira, à Maria Luiza Marinho Costa, à Rosemary Boneli de Oliveira e ao Cláudio Moreira Santana pela simpatia, dedicação e presteza com que sempre me ajudaram e, ainda, à Vera Lúcia Cavalcanti Correa de Oliveira e Simone de Melo e Silva, da FACE, pelo carinho e amizade. Também não poderia deixar de agradecer à Sonária Lúcia Matos de Souza, do PPGA-UnB, pelo carinho e amizade.

A todos os colegas de trabalho da Secretaria de Planejamento da UnB e, especialmente Gláucia Lopes Luiz Evangelista, Mauro Pereira Bento, Roberto Mizuno, Thiago Monteiro dos Santos Silva, Vinícius Marinho Costa, pela amizade. Ainda, ao Prof. Eduardo Tadeu Vieira pela rica oportunidade de prosseguir na pesquisa de custos do hospital (HUB).

À minha querida tia Zulmira dos Santos Belchior e família, pelo carinho que me receberam em seu lar, minha profunda gratidão. Agradeço à minha prima Queila Barbosa dos Santos Paiva, pelo carinho, demonstrado nas mensagens de confiança e força enviadas ao meu celular. Doces lembranças que serão guardadas pra

sempre em meu pensamento... Agradeço ainda, minha grande e sincera amiga Ana Paula Ferreira de Paiva, por sempre estar disposta a me acolher.

Não menos importante, agradeço ao meu grande amigo e amado Artur Tremper Farias. Como foram importantes os seus carinhos e a sua atenção durante esta árdua tarefa!!! E, mesmo distante, sempre tão atencioso e com as palavras certas... Obrigada por cuidar de mim nos momentos em que eu tanto precisei.

Agradeço ainda ao Júnior Alves, pela leitura deste trabalho e pelas valiosas contribuições. Aos professores coordenadores dos cursos de graduação em Ciências Contábeis, prof. Brasilino José Ferreira Neto (UCG) e prof. Sérgio Douglas Vilela (ALFA), pela confiança depositada em meu trabalho. E, por último, não posso deixar de agradecer a todos que direta ou indiretamente contribuíram para a realização deste trabalho, embora não estejam aqui citados. A minha eterna gratidão e amizade.

"Nossas vidas são traidoras e nos fazem perder o bem que poderíamos conquistar
se não fosse o medo de tentar"

William Shakespeare

RESUMO

O Relatório da Administração (RA) é um relatório narrativo, no qual a empresa tem certa liberdade de apresentar notícias da empresa. Pesquisas empíricas realizadas com o intuito de verificar o grau de utilidade, transparência e confiabilidade destes relatórios demonstraram que estes são utilizados para decisões de investimento; entretanto, verificou-se também que estes relatórios são influenciados pelo viés da administração, na medida em que esta apresenta as informações segundo os seus interesses. O estudo analisa os Relatórios da Administração extraídos da base de dados da CVM do ano de 2001 a 2003 e verifica se existe relação entre estes e o desempenho financeiro das companhias. Os resultados encontrados mostram que o Relatório da Administração possui informação relevante sobre as companhias analisadas, porém observa-se a existência de um certo viés nas informações divulgadas neste relatório, sendo que este pode prejudicar a análise dos usuários, ou mesmo distorcer a percepção dos investidores. Percebe-se que a administração parece apresentar o cenário econômico de forma pessimista, assim como quem culpa o ambiente econômico por seu desempenho inferior ao esperado. Da mesma forma, os relatórios destas empresas também tendem a apresentar mais frases sobre perspectivas futuras. E outra observação que se pode obter é que a administração tende a ser otimista ao apresentar suas reformas, como quem recebe os méritos pelo trabalho desenvolvido.

Palavras-chaves: Relatórios da Administração, Análise de Conteúdo, otimismo/pessimismo, desempenho financeiro.

ABSTRACT

Management Discussion & Analyses – MD&A is a narrative report where the company has some degree of freedom to present news related to the company. Empirical research intended to verify the level of utility, transparency and reliability of those reports has shown that they are observed in the investment decision-making process. However, it was also evidenced that those reports are influenced by management's bias as they present information according to their interests. The study analyses MD&A extracted from Comissão de Valores Mobiliários - CVM 2001 to 2003 database and verifies the existence of a relationship between those reports and the financial results of the companies. The results show that the MD&A carry relevant information about the analyzed companies, but nevertheless a propensity is noted on the information released on this report which can impair stakeholder's analyses, or even distort investors' perception. It was also perceived that the administration seems to present the economic environment in a pessimistic tone, in a way as to blame the economic environment for not performing as expected. In the same way, the MD&A of those companies are also inclined to use more sentences about the future perspective. Another evidence that can be noted is that the management tends to be optimistic while presenting its prospects, as an appraisal for the job well done.

Key-Words: Management Reports, Content Analysis, optimism/pessimism, financial results.

LISTA DE GRÁFICOS E QUADROS

Gráfico 1 :	Número Médio de Páginas de Notas Explicativas das <i>Dow 30 Companies</i>	37
Gráfico 2 :	Evolução da Quantidade Média de Palavras nos RA das Empresas Abertas Brasileiras.....	47
Quadro 1:	Resumo das Pesquisas Empíricas Utilizando Informações Qualitativas.....	52
Quadro 2:	Resumo das Pesquisas Empíricas Utilizando o Relatório da Administração.....	57
Quadro 3:	Resultados das Hipóteses do Estudo.....	92

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 :	Exemplos de frases otimistas, pessimistas e neutras do relatório.....	64
Tabela 2:	Exemplos do assunto tratado.....	65
Tabela 3:	Grupo e variáveis estudadas.....	67
Tabela 4 :	Testes de Raízes Unitárias das Variáveis.....	71
Tabela 5:	Matriz de Correlação de Pearson das Variáveis de Desempenho.	73
Tabela 6:	Estatística Descritiva das Variáveis Quantitativas dos RA - 2001.....	74
Tabela 7:	Estatística Descritiva das Variáveis Qualitativas dos RA - 2001.....	75
Tabela 8:	Estatística Descritiva das Variáveis Quantitativas dos RA - 2002.....	76
Tabela 9:	Estatística Descritiva das Variáveis Qualitativas dos RA - 2002.....	76
Tabela 10 :	Estatística Descritiva das Variáveis Quantitativas dos RA - 2003.....	78
Tabela 11:	Estatística Descritiva das Variáveis Qualitativas dos RA – 2003.....	78

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

CFC	Conselho Federal de Contabilidade
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DF	<i>Dickey Fuller</i>
DW	<i>Durbin Watson</i>
Fasb	<i>Financial Accounting Standard Board</i>
FGV	Fundação Getúlio Vargas
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
MD&A	<i>Management Discussion and Analysis</i>
OLS	<i>Ordinary Least Square</i>
ONU	Organização das Nações Unidas
RA	Relatório da Administração
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	17
1.1	A Justificativa do Estudo e a Questão da Pesquisa	17
1.2	Objetivo Geral	21
1.3	Objetivos Específicos.....	21
1.4	Hipóteses.....	22
1.5	Delimitação do Estudo	23
1.6	Caracterização da Pesquisa	23
1.7	Estrutura do Trabalho	25
2	A DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES CONTÁBEIS PARA O MERCADO DE CAPITAIS.....	27
2.1	O Mercado de Capitais e as Companhias Abertas.....	27
2.2	A Teoria da Agência	31
2.3	A Governança Corporativa	33
2.4	O Papel Informativo da Contabilidade	36
3	RELATÓRIO DA ADMINISTRAÇÃO.....	40
3.1	Obrigatoriedade Legal.....	40
3.2	Problemas Apresentados pelo RA	43
3.3	Pesquisas Empíricas	47
3.3.1	Pesquisas Empíricas com Informações Qualitativas.....	48
3.3.2	Pesquisas Empíricas com o Relatório da Administração	54
4	METODOLOGIA	59
4.1	A Técnica Utilizada: análise de conteúdo.....	59
4.2	Os Dados	63
4.3	Os Modelos	67
4.3	Os Testes	70
5	OS RESULTADOS	74
5.1	Estatísticas Descritivas do Ano de 2001	74
5.2	Estatísticas Descritivas do Ano de 2002	75
5.3	Estatísticas Descritivas do Ano de 2003	76

5.4 Resultados <i>Cross Section</i> para o Ano de 2001	79
5.5 Resultados <i>Cross Section</i> para o Ano de 2002.....	83
5.6 Resultados <i>Cross Section</i> para o Ano de 2003.....	87
5.6 Resultados Finais das Hipóteses	92
6 CONCLUSÕES	94
REFERÊNCIAS.....	98
APÊNDICE A – Variáveis de Desempenho Financeiro	104
APÊNDICE B – Resultado de H_{0a}: Empresas após uma expansão prolongada apresentam relatórios otimistas	105
APÊNDICE C – Resultado de H_{0b} : Empresas com problemas tendem a apresentar relatórios neutros.....	107
APÊNDICE D – Resultado de H_{0c} : Relatórios otimistas são mais extensos ...	108
APÊNDICE E – Resultado de H_{0d} : Relatórios pessimistas apresentam mais frases sobre o cenário econômico	109
APÊNDICE F – Resultados de H_{0e} : Relatórios otimistas utilizam mais frases sobre o desempenho e H_{0f} : Relatórios otimistas apresentam mais frases sobre reforma da administração.....	111
APÊNDICE G – Resultados de H_{0g} : O tamanho do relatório depende do porte e de um menor endividamento da empresa.....	113
APÊNDICE H – Resultados de H_{0h} : Empresas com problemas tendem a apresentar mais frases sobre perspectivas futuras.....	114
APÊNDICE I – Resultados de H_{0i} : Empresas com dificuldades utilizam mais frases sobre conjuntura econômica.....	115
APÊNDICE J – Resultados de H_{0j} : Relatórios com frases sobre perspectivas e investimentos tendem a apresentar maior desempenho futuro	116

1 INTRODUÇÃO

1.1 A Justificativa do Estudo e a Questão da Pesquisa

A qualidade e a fidedignidade das demonstrações contábeis são requisitos básicos para um mercado eficiente. Desta forma, um dos principais objetivos da Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2005) é assegurar a observância de práticas comerciais eqüitativas no mercado de valores mobiliários, de maneira a evitar que um número reduzido de pessoas obtenha acesso exclusivo a informações que deveriam ser públicas ou consigam obter ganhos em detrimento dos demais participantes do mercado, pelo simples fato de terem obtido estas informações anteriormente, o que lhes permite tomar decisões antes que o mercado incorpore as novidades.

Assim, os investidores devem obter ganhos em função do risco que aceitaram correr de forma consciente, ou em virtude de diferentes interpretações sobre as mesmas informações, pois as pessoas têm diferentes expectativas. A simples defasagem na obtenção da informação permite ganhos injustos em detrimento de terceiros menos informados.

Assim, o conjunto de informações que os administradores fornecem aos acionistas, credores e comunidade em geral, representa os Documentos da Administração, conforme previsto no art. 133 da Lei 6.404 (BRASIL, 1976). Esse documento compõe-se do Relatório da Administração, das Demonstrações Contábeis (Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado do Exercício, Demonstração das Origens e Aplicação dos Recursos, Demonstração do Lucro ou Prejuízo Acumulado e Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido) com Notas Explicativas e do Parecer dos Auditores Independentes. É por meio desses

que os usuários se informam sobre a situação financeira das entidades. O Relatório da Administração não faz parte das demonstrações contábeis propriamente ditas, mas a lei 6.404 exige a sua apresentação, que deve evidenciar os negócios sociais e principais fatos administrativos ocorridos no exercício, os investimentos em outras empresas, a política de distribuição de dividendos e de reinvestimento de lucros, entre outros.

O Relatório da Administração representa, portanto, um necessário e importante complemento às demonstrações contábeis, pois fornece de forma descritiva dados e informações adicionais, que podem ser úteis aos usuários em seu julgamento e, por ser menos técnico, pode atender a uma maior gama de usuários.

Sobre este relatório, a *Securities and Exchange Commission* - SEC (1987, apud BRYAN, 1997) há tempo reconheceu a necessidade da explicação narrativa dos relatórios contábeis, em virtude de a apresentação numérica e as sínteses feitas nas notas de rodapé serem, às vezes, insuficientes para um investidor julgar sobre dividendos e sobre a probabilidade do desempenho passado ser indicativo de desempenho futuro. A Comissão de Valores Mobiliários¹ também segue a linha da SEC, sobre a importância do Relatório ao afirmar que

A divulgação de informações úteis, fidedignas e detalhadas, que possibilitem o conhecimento da companhia e de seus objetivos e políticas, é um direito essencial do acionista. O relatório da administração não pode ser excluído dessa premissa, assim, tanto a falta de informações quanto a inclusão de estudos e fatos genéricos que não dizem respeito à situação particular da companhia constituem desatendimento ao interesse e ao direito do investidor.

Segundo Springer (1992), a parte dos relatórios anuais que mais freqüentemente ajuda os acionistas a analisar os resultados financeiros do ano

¹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 15, de 28 de dezembro de 1987. Disponível em <www.cvm.gov.br>. Acesso em 26 nov 2004.

anterior e as previsões futuras da companhia é o Relatório da Administração. A pesquisa realizada por Rogers e Grant (1997) analisou as informações contidas nos relatórios contábeis de 187 diferentes companhias e concluiu que, das informações apontadas pelos analistas financeiros, 26% foram localizadas nos demonstrativos financeiros, enquanto que 40% destas eram informadas nas seções narrativas do Relatório Anual (notas de rodapé, *Management Discussion and Analysis* e cartas do presidente). Como implicação deste estudo para a profissão contábil, os autores apontam que estes relatórios costumam ser revisados, mas não auditados por auditores externos, o que leva os profissionais à necessidade de verificação do nível de confiança das informações prestadas nestes relatórios.

O Relatório da Administração, por ser menos técnico e mais descritivo que os outros documentos, tem um poder de comunicação capaz de prestar conta dos atos praticados e apresentar expectativas sobre desempenhos futuros. Faz-se relevante a apresentação deste, na medida em que a Administração

sabe mais sobre a empresa e suas atividades do que investidores, credores e outras pessoas fora da empresa, e muitas vezes pode aumentar a utilidade de informações financeiras identificando certas transações, outros eventos e circunstâncias que afetam a empresa, explicando seu impacto financeiro (Fasb apud HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999, p. 529).

Embora seja de utilidade e relevância aos investidores, estes relatórios são considerados, por parte da literatura, como enviesado. Exemplo disso pode ser observado em Ludícibus (2000, p. 20) que afirma que os relatórios “normalmente são enviesados pelo lado do otimismo incoseqüente, sendo comuns frases como esta: ‘Confiamos que continuaremos a apresentar um desenvolvimento favorável de nossas operações no futuro’ e outras do gênero”. No entanto, esse autor concluiu que isso não significa que os mesmos não sejam interessantes, pois permitem observar indícios de políticas da empresa que podem auxiliar o usuário a formar uma

tendência sobre o futuro daquela companhia. Ainda, a revista *Forbes* (Novembro, 1996, apud YUTHAS et al., 2002, p. 143) afirma que “o relatório anual é uma ferramenta de *marketing* para atrair novos investidores” (tradução nossa).

Yuthas et al. (2002) consideram que o texto contido nos relatórios da administração é amplamente lido por uma variedade de *stakeholders* e analistas. Distorções significativas feitas nestes relatórios pelos gestores podem trazer malefícios a longo prazo, se for descoberto que estas distorções informacionais teriam afetado a percepção dos demonstrativos financeiros. Desta forma, a habilidade dos gestores em comunicar sua confiabilidade e veracidade é particularmente importante, quando sua competência em outras áreas se torna suspeita.

Por ser este relatório de grande observância aos investidores externos (ROGERS; GRANT, 1997, apud YUTHAS et al., 2002; SPRINGER, 1992) é que se justifica a relevância de pesquisas científicas que analisem se este apresenta realmente o viés da administração, sendo apenas “ferramentas de *marketing*”, ou se são úteis e confiáveis para suportar as tomadas de decisões. Pesquisadores norte-americanos percebendo a necessidade de analisar este documento realizaram pesquisas com esta prerrogativa. Observa-se, portanto, uma série de estudos realizados com o intuito de verificar esse viés, sendo constatada a relação das informações divulgadas com o desempenho da empresa (BOO; SIMNETT, 2002; BRYAN, 1997; YUTHAS et al., 2002; WATSON, 2002).

Portanto, buscou-se identificar na literatura científica o que poderia influenciar as informações divulgadas no Relatório da Administração. Verificou-se tanto variáveis quantitativas e qualitativas do Relatório da Administração, quanto variáveis quantitativas de desempenho. As variáveis quantitativas dizem respeito ao

volume de informações apresentados neste relatório (quantidade de palavras, frases, letras e gráficos), enquanto que as variáveis qualitativas se referem ao assunto tratado no relatório, bem como ao teor de otimismo apresentado pelo autor nas frases. Observa-se ainda variáveis quantitativas de desempenho financeiro foi composto pelas seguintes informações: Ativo, Lucro Líquido, Liquidez, Patrimônio Líquido, Retorno do Ativo, Endividamento de Curto Prazo.

Assim, o problema que efetivamente se apresenta, após a exposição anterior, o qual será objeto de investigação científica, pode ser traduzido na questão norteadora deste estudo: *Dentre as variáveis buscadas na literatura e apresentadas nesta pesquisa, quais afetam as informações divulgadas nos Relatórios da Administração das companhias abertas brasileiras?*

1.2 Objetivo Geral

O objetivo deste estudo é identificar as variáveis que afetam as informações divulgadas nos Relatórios de Administração das Companhias Abertas Brasileiras.

1.3 Objetivos Específicos

Para alcançar o objetivo geral, serão necessários os seguintes objetivos específicos:

1. Analisar as frases dos relatórios quanto ao grau de otimismo/pessimismo;

2. Classificar as frases dos relatórios, segundo o assunto tratado;
3. Identificar as relações entre a extensão dos relatórios, as variáveis otimismo/pessimismo e o assunto tratado;
4. Verificar se os relatórios são enviesados pelo resultado financeiro.

1.4 Hipóteses

As hipóteses são respostas provisórias testadas nos estudos, com a finalidade de se obter falseabilidade. Desta forma, as respostas provisórias que serão testadas neste estudo foram buscadas nos resultados de outras pesquisas que estão apresentadas no referencial teórico, com o objetivo de verificar se estas conclusões podem ser estendidas aos relatórios das companhias abertas brasileiras, no período analisado. Assim, as hipóteses do estudo são:

H_{0a}: Empresas após uma expansão prolongada apresentam relatórios otimistas;

H_{0b}: Empresas com problemas tendem a apresentar relatórios neutros;

H_{0c}: Relatórios otimistas são mais extensos;

H_{0d}: Relatórios pessimistas apresentam mais frases sobre o cenário econômico;

H_{0e}: Relatórios otimistas utilizam mais frases sobre o desempenho;

H_{0f}: Relatórios otimistas apresentam mais frases sobre reforma da administração;

H_{0g}: O tamanho do relatório depende do porte e de um menor endividamento da empresa;

H_{0h}: Empresas com problemas tendem a apresentar mais frases sobre perspectivas futuras;

H_{0i} : Empresas com dificuldades utilizam mais frases sobre a conjuntura econômica;

H_{0j} : Empresas com relatórios com frases sobre perspectivas e investimentos tendem a apresentar melhor desempenho futuro.

1.5 Delimitação do Estudo

O trabalho é voltado exclusivamente para a análise de Relatórios de Administração das companhias brasileiras de capital aberto, com exceção das empresas financeiras, durante o período de 2001 a 2003. A Comissão de Valores Mobiliários² divulgou que, em dezembro de 2003, haviam 718 empresas com o registro na comissão. O estudo, portanto, limita-se a analisar somente os relatórios das empresas não financeiras que os divulgaram nos três anos da pesquisa.

1.6 Caracterização da Pesquisa

A metodologia, segundo Salomon (2001, p. 153), é a “ciência auxiliar das demais, destinada a estudar o processo e a produção de ciência, a indicar as técnicas para a pesquisa e a fornecer os elementos de análise crítica das descobertas e das comunicações no mundo da ciência.”

Nas ciências sociais, um dos principais métodos de pesquisa científica é o método hipotético-dedutivo. Este método é composto por um problema empírico, que

² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 15, de 28 de dezembro de 1987. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/public/ASE/icvm/base_financeira/Companhias_Abertas.xlsr>. Acesso em 04 mai. 2005.

pode ser observável e testado, na tentativa de se buscar sua corroboração ou falseabilidade (LAKATOS; MARCONI, 1990).

Conforme Viegas (1999, p. 67), “ciência é o conhecimento das coisas por intermédio das causas” e desta forma, separando-se a causa do efeito, é que se percebe a relação entre dois fenômenos. Neste sentido, Francis Bacon (apud VIEGAS, 1999, p. 64) acrescenta que a relação causal “deve ser tida como causa de um fenômeno: onde ela está, aí está o fenômeno; saindo ela, sai o fenômeno; onde ela aumenta, aumenta o fenômeno; onde ela diminui, diminui o fenômeno”.

Para que se possa estudar tal relação, é necessário buscar uma causa para o fenômeno correspondente, que será dada como solução provisória para o dado problema. A hipótese, segundo Viegas (1999, p. 75), “é uma afirmação que expressa a relação entre duas variáveis a ser submetida a comprovação empírica”. De acordo com este autor, ela desempenha papel importante no processo de pesquisa científica, quer do ponto de vista pragmático, pois é uma garantia de vista metódica na busca da explicação, evitando a dispersão do pesquisador, quer do ponto de vista lógico, porque tende a conduzir o pesquisador com mais eficácia até as causas de um fenômeno.

Segundo Popper (1994, p. 284), a diferença entre ciência e metafísica é a possibilidade de refutação: “haverá teorias perfeitamente testáveis, outras mal testáveis, outras ainda não testáveis; estas últimas não têm interesse para os cientistas empíricos – podem ser qualificadas como metafísicas”. Portanto, um sistema somente será reconhecido como empírico ou científico se ele for passível de comprovação.

Esse é, portanto, o caráter relativamente provisório e pragmático da ciência. A afirmação científica não se vê como a explicação definitiva da realidade; apenas

assume que, enquanto não for refutada e enquanto conseguir responder às necessidades humanas no que lhe diz respeito seja considerada adequada ao que lhe é exigido. A ciência preocupa-se, principalmente, com a adequabilidade da explicação com a realidade, pois tem consciência da impossibilidade da certeza (VIEGAS, 1999, p. 70).

A abordagem metodológica utilizada é a empírico-analítica, pois se trata de uma pesquisa aplicada, de levantamento de dados e descritiva. A análise dos Relatórios da Administração, é uma análise documental, ou seja, é uma operação ou um conjunto de operações visando 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, 2005).

1.7 Estrutura do Trabalho

Visando alcançar o objetivo proposto, o trabalho está estruturado da seguinte maneira:

- Capítulo 1 descreve a justificativa e a questão da pesquisa, as hipóteses, os objetivos, a delimitação do estudo, os aspectos metodológicos e a estrutura do trabalho;
- Capítulo 2 trata da revisão da literatura, abordando a necessidade das informações contábeis para o funcionamento do mercado de capitais. Aborda ainda alguns aspectos da teoria da agência, apontado como um dos principais paradigmas teóricos da contabilidade.

- Capítulo 3 trata do objeto de estudo desta pesquisa: da obrigatoriedade legal de divulgação do Relatório da Administração, dos problemas apresentados por este relatório, e destaca algumas pesquisas empíricas, utilizando-se do relatório como objeto de estudo;
- Capítulo 4 aborda a técnica, os dados e os modelos utilizados na pesquisa;
- Capítulo 5 discute os resultados da pesquisa e a observação da realidade empírica;
- Capítulo 6 trata das conclusões da pesquisa, por meio de uma avaliação final da temática proposta.

2 A DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES CONTÁBEIS PARA O MERCADO DE CAPITAIS

Este capítulo trata da revisão da literatura, abordando a importância das informações contábeis ao bom funcionamento do mercado de capitais.

2.1 O Mercado de Capitais e as Companhias Abertas

As companhias abertas são as sociedades cujo capital é dividido em ações, e estas, quando registradas na CVM, podem negociar em Bolsa ou no mercado de balcão os seus valores mobiliários (BRASIL, 2004). Dentre os outros mercados, destaca-se o mercado financeiro de crédito, que coordena as obrigações contratuais feitas através de empréstimos e o mercado de capitais, onde são negociados os títulos de propriedade (debêntures, ações ordinárias e preferenciais de companhias abertas). As diferenças entre estes dois mercados são de ordem prática, na medida em que nas operações de crédito são satisfeitas as condições contratuais, decorrentes das obrigações criadas pelos tomadores dos recursos ou em relação aos doadores, fazendo-se cumprir o que foi manifestado no contrato; na compra de participações, ao contrário, a empresa deve aos seus sócios participantes apenas o que sobrar, em casos de liquidação ou de redução do capital, depois de cumpridas as obrigações com os credores de qualquer natureza (CAVALCANTE FILHO; MISUMI, 1998, p. 40).

Para que as ações sejam negociadas nos mercados organizados, as companhias abertas necessitam de registro na Comissão de Valores Mobiliários, bem como manter atualizadas as informações econômicas e financeiras, a fim de

que os investidores possam avaliar as atuais condições da empresa e suas perspectivas futuras. Por este motivo, as empresas devem cumprir uma série de normas estabelecidas por este órgão regulamentador quanto a:

- Natureza e periodicidade de informações a divulgar.
- Forma e conteúdo dos relatórios de administração e demonstrações contábeis.
- Padrões contábeis, relatório e parecer de auditores independentes.
- Informações prestadas por Diretores e Acionistas Controladores, relativos à compra, permuta ou venda de ações emitidas pela companhia, sociedades controladas e controladoras.
- Divulgação de deliberações de Assembléia de Acionistas, órgãos de administração, fatos relevantes ocorridos nos negócios, que possam influir de modo ponderável na decisão de vender e comprar ações, por parte dos investidores (CAVALCANTE FILHO; MISUMI, 1998, p. 174).

A política de divulgação ao público investidor de uma companhia (*disclosure*) é necessária para o funcionamento ótimo do mercado de capitais, na medida em que todos os investidores têm necessidade de informação para avaliar os riscos relativos de cada empresa (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999, p. 511). Segundo Mosquera (1999, p. 269), existem alguns princípios que regem o denominado Direito do Mercado Financeiro e de Capitais, sendo que o Princípio da Proteção da Transparência de Informações prevê que todos aqueles que têm interesse em realizar investimentos no mercado de capitais devem dispor das mesmas informações, a fim de evitar que alguns sejam beneficiados em detrimento dos

demais. Neste aspecto, o autor afirma que a maior prova disto são as normas que penalizam a informação privilegiada (*insider information*).

Desta forma, atingir-se-ia a teoria do mercado eficiente. Segundo Ross et al. (2002, p. 263), um mercado eficiente de capitais é aquele no qual os preços dos títulos refletem completamente as informações disponíveis. Sem saber coisa especial alguma sobre uma ação, um investidor num mercado eficiente deve esperar apenas o retorno exigido de equilíbrio num investimento qualquer, e uma empresa deve esperar pagar um custo de capital de equilíbrio.

Assim, quando as pessoas desejam saber como vai a posição econômico-financeira das empresas, elas analisam suas demonstrações contábeis, sendo que as informações prestadas nestas demonstrações permitem avaliar os aspectos capazes de garantir a longevidade do negócio. Portanto, a divulgação de informações financeiras, feitas por meio das demonstrações contábeis, desempenha um papel importante para os que tenham interesse por um determinado negócio, pois é por meio destas que os investidores avaliam as empresas nas quais desejam investir. E é por este motivo que as empresas de capital aberto necessitam manter suas informações sempre atualizadas, na medida em que a evidenciação representa uma forma de atrair e manter investidores, que injetam os recursos necessários à expansão dos negócios. A CVM deve se preocupar em garantir ao investidor o acesso às informações necessárias para que este tenha a certeza de que está incorrendo exclusivamente nos riscos de que tem conhecimento.

Portanto, os investidores estão interessados nas perspectivas futuras da empresa e a administração é quem possui os recursos necessários à produção de previsões confiáveis. Desta forma, o que motiva os acionistas na compra de ações é

a expectativa de lucros. Tal compra pressupõe a noção de risco, posto que todos os demais credores da empresa são preferenciais em relação aos acionistas.

Como são detentores dos fluxos de caixa residuais de uma empresa, os acionistas são a parte interessada nas decisões que afetam sua participação e por isto, são a única parte com autoridade sobre o processo decisório, já que decisões acertadas influenciam seus benefícios próprios. É por este motivo que “os acionistas maximizam o valor das outras participações em uma tentativa de maximizar seu próprio valor” (COPELAND et al., 2000, p. 25-26).

Com isto, o grande desafio para os administradores, segundo Copeland et al. (2000, p. 26), é criar valor ganhando mais do que o custo do capital da empresa a longo prazo, já que, quando o capital não é remunerado pela taxa de retorno exigida, o mercado diminui seu valor e, até esse índice atingir níveis competitivos, valor terá sido destruído.

No mercado acionário, portanto, atuam as companhias abertas, que necessitam de recursos de risco, e os investidores, à procura de alternativas de investimento, o que o torna um ambiente fervilhante de pressões e interesses dos segmentos, que são em grande parte antagônicos (GUAGLIARDI, 1987, p. 1).

Acrescentam a este ambiente mais um grupo de interesse: os executivos. Os acionistas são os responsáveis pela orientação, políticas e atividades da empresa e, ainda, elegem um conselho de administração que, por sua vez, contratam os executivos, sendo que, nas empresas maiores, os acionistas, diretores e altos executivos tendem a pertencer a grupos distintos (ROSS et al., 2002, p. 31).

Por ser a sociedade por ações “um ente artificial, e não uma pessoa natural”, que só existe “na visão da lei” e, cujo objetivo é o de que os administradores tomem

decisões em nome dos acionistas, na medida em que os acionistas possuem e controlam a sociedade por ações, faz-se necessário analisar quem precisamente controla tal sociedade (ROSS et al., 2002, p. 34). E é por isto que se faz relevante um estudo mais aprofundado sobre a teoria da agência.

2.2 A Teoria da Agência

O controle das modernas sociedades anônimas é geralmente colocado nas mãos dos administradores não-proprietários. Como o objetivo da administração é maximizar a riqueza dos acionistas (proprietários da empresa), os primeiros são considerados como *agentes* dos proprietários (denominado principal), os quais delegam poderes para que se tomem decisões em seu benefício (ROSS et al., 2002, p. 34).

Desta forma, as empresas podem ser vistas como um conjunto de contratos entre as partes interessadas, os quais devem convergir para o cumprimento das expectativas dos agentes (SUNDER, 2002). Brealy et al. (2002, p.752) apontam que, durante muito tempo, os economistas acreditavam que todos (agentes e principal) agiam para o bem comum, mas que, nos últimos vinte anos, muito se aprendeu sobre os possíveis conflitos de interesses e como as empresas tentam superar estes conflitos. Isto porque tais conflitos de interesses podem levar a perdas substanciais para as organizações. Este problema é abordado teoricamente pela teoria da agência (*agency theory*), a qual considera, entre outras proposições, que o comportamento dos gestores e, conseqüentemente, a divulgação de seus atos e decisões, pode ser conflitante com o interesse dos *stakeholders*, uma vez que esta divulgação privilegiará os interesses daqueles.

Brealey et al. (2002, p. 20) afirmam que, na tentativa de enriquecer – e enriquecer seus acionistas –, os agentes precisam fornecer o que eles verdadeiramente desejam. Quando se diz que o objetivo da empresa é maximizar a riqueza do acionista, entram em questão os assuntos éticos, já que não significa que tudo é válido. Neste aspecto, os autores afirmam que, embora a lei os proíba de cometer ações ilegais, os agentes não se preocupam com questões sobre legalidade ou moralidade de suas ações, em virtude de serem altas as apostas e a competição intensa.

Os custos de resolução destes conflitos de interesse são denominados custos de agência (*agency costs*), podendo ser definidos como a soma de (1) custos de monitoramento pelos acionistas e (2) custos de implantação de mecanismos de controle (ROSS et al., 2002, p. 34). Estes autores afirmam, entretanto que, os problemas de agência nunca podem ser resolvidos com perfeição e, conseqüentemente, podem levar os acionistas a sofrerem perdas residuais. Existem vários mecanismos que podem ser utilizados com o objetivo de motivar os gerentes a agir no melhor interesse dos acionistas, sendo que alguns destes são a ameaça de demissão, a ameaça de tomada de controle ou mesmo a compensação administrativa (WESTON; BRIGHAM, 1993, p.19).

Segundo Lima (1999, p. 150), a teoria da agência, em ambiente de assimetria de informações apresenta-se de caráter relevante, já que o agente e o principal possuem diferentes níveis de informação.

A divulgação das demonstrações e relatórios contábeis entram em cena como instrumentos que possibilitam a redução deste conflito. Esta concepção é sustentada pelo conceito de que as demonstrações materializam a teoria do conhecimento comum. Neste contexto, o conhecimento comum representa o

compartilhamento de informações, de forma que a informação em poder de um agente é conhecida por um segundo, o qual sabe que o primeiro a possui, e ao mesmo tempo sabe que outros sabem que ele e o primeiro a possuem, e assim sucessivamente (SUNDER, 2002).

Lambert (2001), entretanto, aponta esta teoria como um dos principais paradigmas teóricos dos últimos vinte anos para a Contabilidade, principalmente por permitir aos pesquisadores incorporar os conflitos de interesse em seus estudos. O autor exemplifica com o argumento de que a razão para se insistir na contratação de auditoria independente é que não se confia que os gestores emitirão relatórios confiáveis.

2.3 A Governança Corporativa

A falta de transparência das firmas e sua conduta nem sempre correta com acionistas minoritários vêm sendo constantemente apontadas como origens para o mau funcionamento do mercado acionário, acarretando graves conseqüências para a eficiência da economia como um todo. Bons projetos deixam de ser financiados quando a firma não se compromete com a proteção dos interesses dos seus investidores (SROUR, 2002).

Na teoria econômica tradicional, a governança corporativa surge para procurar superar o conflito de agência. Sob a perspectiva da teoria da agência, a preocupação maior é criar mecanismos eficientes (sistemas de monitoramento e incentivos) para garantir que o comportamento dos executivos esteja alinhado com o interesse dos acionistas (SROUR, 2002).

Assim surge a governança corporativa, que é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade (IBGC, 2004).

Para Lauretti (2003, p.22), empresa que opta pelas boas práticas de governança corporativa adota como linhas mestras transparência, prestação de contas (*accountability*) e equidade:

- transparência: para Lauretti (2003), a transparência tem algumas características diferenciadoras, a saber:
 - espontaneidade: quando a organização não faz apenas a divulgação a que está sendo obrigada por lei. As informações obrigatórias podem apresentar maior ou menor nível de transparência, medido pela clareza, riqueza ou precisão dos dados.
 - franqueza: além de destacar as metas alcançadas, devem-se também expor os desvios de planejamento ocorridos e os resultados insatisfatórios. A transparência é autêntica quando os dois lados da moeda são apresentados com o mesmo grau de abertura.
 - disponibilidade: não basta que a informação seja espontânea e sincera. É também preciso que chegue aos destinatários no mais curto prazo possível.

- equidade: Caracteriza-se pelo tratamento justo e igualitário de todos os grupos minoritários, sejam do capital ou das demais "partes interessadas" (*stakeholders*), como colaboradores, clientes, fornecedores ou credores. Atitudes ou políticas discriminatórias, sob qualquer pretexto, são totalmente inaceitáveis.
- dever de prestar contas (*accountability*): quem é eleito deve prestar contas a quem o elegeu.

Para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2004), um outro princípio básico da Governança Corporativa é a Responsabilidade Corporativa. Segundo este conceito, conselheiros e executivos devem zelar pela perenidade das organizações (visão de longo prazo, sustentabilidade) e, portanto, devem incorporar considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações. Responsabilidade Corporativa é uma visão mais ampla da estratégia empresarial, contemplando todos os relacionamentos com a comunidade em que a sociedade atua. A "função social" da empresa deve incluir a criação de riquezas e de oportunidades de emprego, qualificação e diversidade da força de trabalho, estímulo ao desenvolvimento científico por intermédio de tecnologia, e melhoria da qualidade de vida por meio de ações educativas, culturais, assistenciais e de defesa do meio ambiente. Inclui-se neste princípio a contratação preferencial de recursos (trabalho e insumos) oferecidos pela própria comunidade.

Isto ocorre, porque as grandes corporações, segundo Nakagawa (2004)

estão sendo forçadas por lei, ou seja, na verdade, pelas ameaças que elas representam, a servirem de veículos, por exemplo, para a efetivação de reformas sociais, que vão desde a redução da discriminação social e pobreza até os investimentos em programas de treinamento e aquisição de equipamentos de combate à poluição e que vêm sendo chamados de uma forma eufemística, como programas de responsabilidade social.

Desta forma, o IBGC (2004) afirma que é necessário que o Conselho de Administração, representante dos proprietários do capital (acionistas ou cotistas), exerça seu papel na organização, que consiste especialmente em estabelecer estratégias para a empresa, eleger a Diretoria, fiscalizar e avaliar o desempenho da gestão e escolher a auditoria independente. No entanto, este instituto aponta que nem sempre as empresas contam com conselheiros qualificados para o cargo e que exerçam, de fato, sua função legal. Essa deficiência tem sido a raiz de grande parte dos problemas e fracassos nas empresas, na maioria das vezes decorrentes de: (a) abusos de poder - do acionista controlador sobre minoritários, da Diretoria sobre o acionista e dos administradores sobre terceiros; (b) erros estratégicos - decorrentes de muito poder concentrado numa só pessoa, normalmente o executivo principal; (c) ou fraudes - uso de informação privilegiada em benefício próprio, atuação em conflito de interesses (IBGC, 2004).

2.4 O Papel Informativo da Contabilidade

A Contabilidade, conforme definição da NBC T-1 do Conselho Federal de Contabilidade (2000, p. 102), é uma ciência social que controla o patrimônio das entidades, por meio da apreensão, quantificação, classificação, registro e eventual sumarização, demonstração, análise e relato de suas mutações, gerando informações quantitativas e qualitativas, expressas em termos físicos ou monetários.

Desta forma, acrescenta-se ainda o objetivo de fornecer informações úteis à tomada de decisão (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999, p. 99; IUDÍCIBUS, 2000, p. 20). Niyama (1989, p. 19) aponta que esses usuários necessitam de informações

claras e compreensíveis a fim de poderem avaliar a posição econômico-financeira da empresa e extrair conclusões que contribuam para formar seu juízo de forma confiável.

Entretanto, decidir sobre o que é útil ou não para o usuário tomar decisões é uma tarefa difícil. Isto ocorre em virtude da grande quantidade de diferentes usuários, que utilizam as informações geradas de diferentes maneiras em suas tomadas de decisões. Neste sentido, as demonstrações contábeis constituem parte das informações da empresa às quais o usuário externo tem acesso. E, por este motivo, devem conter nestas informações os dados financeiros relevantes e importantes. A preocupação imposta por informações quantitativas é evidenciar dados determinísticos em números e quantidades relevantes para usuários das informações (ARGOLO, 2005).

Para Cavalcante Filho e Misumi (1998, p. 185), uma boa política de *disclosure* deve ser pautada por ser:

Persistente – Resultados são alcançados a longo prazo quando os investidores ganham confiança nas intenções da companhia.

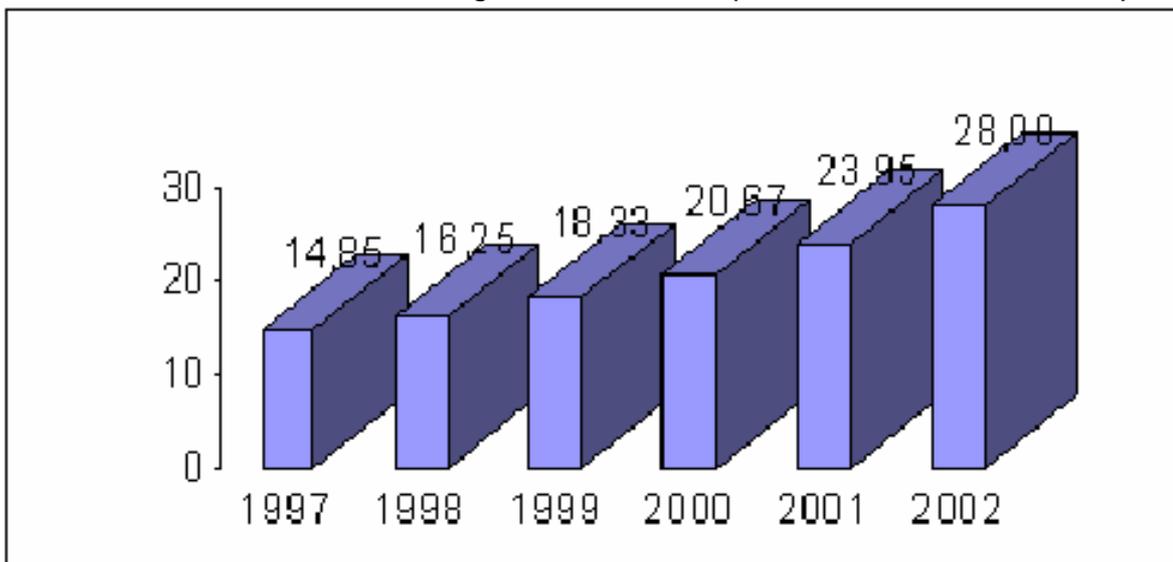
Transparência – Informações mais relevantes para o julgamento do investimento devem ser sempre divulgadas, e não omitidas mesmo quando forem desfavoráveis.

Eqüitativa – Informações devem ser divulgadas de forma mais ampla possível a todos investidores, não podendo haver privilégios em termos de qualidade, quantidade ou momento de divulgá-las aos diversos acionistas. Não custa lembrar que a ocorrência de informações privilegiadas (*insider information*) é passível de penalização dos administradores.

As Demonstrações Contábeis, juntamente com as Notas Explicativas que as integram, devem permitir adequada compreensão e análise da situação patrimonial e financeira, os resultados das operações, as mutações do patrimônio líquido e as origens e aplicações de recursos do exercício. Tais demonstrações devem ser auto-suficientes para o objetivo mencionado de compreensão e análise (IUDÍCIBUS,

2000, p. 398). Neste aspecto, a divulgação de informações qualitativas tem apresentado cada vez mais relevância e, isto pode ser observado no gráfico 1, que apresenta a evolução da quantidade de páginas divulgadas de notas explicativas pelas 30 maiores empresas listadas na Bolsa de Valores Dow Jones.

Gráfico 1 – Número Médio de Páginas de Notas Explicativas das *Dow 30 Companies*



Fonte: LEDER, Michelle. *Financial fine print*. New York: Wiley, 2003

Como a informação contábil possui características próprias, que a define e a torna útil às reais finalidades de informar, sendo um instrumento para tomada de decisões, Dantas et al. (2004) apresentam diversos estudos que têm evidenciado os benefícios de um maior nível de evidenciação contábil, o que corrobora com a afirmação de que o grau de evidenciação é positivamente relacionado com o desenvolvimento e a estabilidade do mercado de capitais, além de se refletir na valorização da entidade, aumentando a confiança dos investidores, credores e demais agentes em relação à organização. Segundo os autores, este aumento da confiança, contribui ainda para o aumento da liquidez das ações e a redução do custo de capital. Apesar destes benefícios para o mercado e para a própria entidade,

os autores apresentam também diversas outras pesquisas que corroboram a idéia de que as empresas relutam em aumentar o nível de *disclosure*, procurando se limitar às exigências legais, regulamentares e normativas, sob argumentos de proteção às informações de natureza estratégica, receios de questionamentos jurídicos ou mesmo de custos de elaboração e divulgação das informações.

Com o objetivo de investigar a reação do mercado de capitais brasileiro à divulgação das informações contábeis, Lima e Terra (2004) realizaram um trabalho que investigou, por meio de um estudo de eventos, se o conteúdo informacional das demonstrações financeiras (trimestrais e anuais), é capaz de influenciar o processo de precificação das ações. Assim, durante o período 1995-2002, foram analisadas 3.682 observações, das empresas com maior liquidez na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). Os resultados empíricos indicaram que os retornos anormais das ações no dia da divulgação dos seus demonstrativos financeiros são estatisticamente insignificantes para a amostra total, o que levaram os autores a corroborar a hipótese de eficiência do mercado brasileiro de capitais na forma semi-forte. Em um segundo momento, separou-se a amostra total em duas sub-amostras, de acordo com o resultado do exercício (lucro ou prejuízo) e, com relação às sub-amostras do estudo, foi possível perceber retornos anormais significativos referentes ao resultado do exercício, indicando que a natureza da informação divulgada é relevante para o mercado confirmar ou não as suas expectativas.

3 RELATÓRIO DA ADMINISTRAÇÃO

Este capítulo trata do Relatório da Administração. Na primeira seção são expostas as normas que o regulamentam. A seção seguinte aborda alguns dos problemas apresentados por este relatório. É destacada, na terceira e última seção, algumas pesquisas realizadas com informações qualitativas e também, utilizando-se do Relatório da Administração, como objeto de estudo.

3.1 Obrigatoriedade Legal

A Lei 6.404 (BRASIL, 1976), em seu art. 133 estabelece que os administradores forneçam aos usuários os Documentos da Administração, sendo que este é composto do Relatório da Administração, das Demonstrações Contábeis (Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado do Exercício, Demonstração das Origens e Aplicação dos Recursos, Demonstração do Lucro ou Prejuízo Acumulado e Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido) com Notas Explicativas e do Parecer dos Auditores Independentes. Portanto as empresas são obrigadas, por força de lei, a apresentarem o Relatório da Administração.

A Lei nº 6.385/76 (BRASIL, 1976) confere a CVM competência para (1) fiscalizar permanentemente a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados (artigo 8, 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). Por meio desta lei, a CVM possui o poder de ordenar a republicação do relatório anual, quando este necessitar de correções ou aditamentos e, ainda, cabe a ela expedir normas aplicáveis ao relatório anual e às demonstrações contábeis das companhias abertas, com exceção das instituições financeiras.

O Parecer de Orientação n.º 15 de 28.12.1987, publicado pela CVM, sugere os tópicos básicos que devem ser objeto de destaque no relatório anual. Assim, este parecer estabelece que o relatório da administração deve conter as seguintes informações mínimas requeridas pela Lei n.º 6.404/76, como segue:

- 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.

Finalmente, cabe consignar o previsto no parágrafo 4.º do artigo 157 da Lei n.º 6.404/76:

os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos

investidores de mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia

e que, segundo a CVM, as sugestões não devem inibir a criatividade da administração em elaborar o seu relatório.

Segundo o artigo 25 da Instrução nº 308, de 14.05.1999 da CVM, cabe aos auditores das companhias abertas, além de revisarem as demonstrações contábeis, verificar se as informações e análises apresentadas no RA estão em harmonia com as demonstrações financeiras auditadas e, caso não esteja, informar a CVM. Lauretti (2003, p. 95) aponta ainda que cabe aos auditores verificarem os seguintes aspectos:

avaliação global do conteúdo e da forma de apresentação das informações no relatório anual;
consistência das informações em relação ao conjunto das demonstrações financeiras;
uniformidade de moeda (correção monetária ou legislação societária).

A lei nº 6.385 (BRASIL, 1976), a fim de dar maior eficácia à atuação da CVM, atribuiu competência para apurar, julgar e punir irregularidades eventualmente cometidas no mercado. O artigo 11 apresenta as penalidades que a CVM pode aplicar: advertência, multa, suspensão ou inabilitação para o exercício do cargo, suspensão ou cassação da autorização ou do registro. A transgressão à Instrução CVM nº 31/84, que dispõe sobre a divulgação e do uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, é configurada como infração grave, o que objetiva coibir o uso da informação privilegiada.

Portanto, as companhias de capital aberto são obrigadas, por força de lei a apresentarem o Relatório da Administração (IUDÍCIBUS, 2000). A seção seguinte mostra alguns dos problemas que se observa nestes relatórios.

3.2 Problemas Apresentados pelo RA

Os Documentos da Administração, também denominados de relatório anual, apresentam o Relatório da Administração, que possui como objetivo fazer uma introdução ao conjunto de informações, apresentando “os negócios sociais e os principais fatos administrativos do exercício findo” (LAURETTI, 2003, p. 7). E, por ser esperado que as companhias façam uma introdução adequada, é que se apresentam alguns problemas que podem ser observados nos relatórios (LAURETTI, 2003, p. 48-55):

- Relatório mudo – é caracterizado quando a empresa não tem nada a dizer ou, pode ter, mas não quer dizer. Eis um exemplo típico de RA mudo e ainda muito utilizado pelas companhias:

Senhores acionistas,
Na forma da lei e do estatuto social, vimos apresentar-lhes as demonstrações financeiras relativas ao exercício encerrado em 31.12.2001, acompanhadas do parecer dos auditores independentes. Ficamos à sua disposição para os esclarecimentos que julgarem necessários.
A administração.

- Modismos das teorias de administração – as companhias acabam utilizando termos como: *broadbanding*, *downsizing*, *empowerment*, *reengineering*, entre outros, que podem, no ano seguinte, já estar ultrapassados e podendo trazer ainda como resultado, um desperdício financeiro.
- Análises de conjuntura sem correlação com o restante do relatório anual – isto porque, toda atividade econômica está sujeita às mudanças ocorridas no ambiente macroeconômico. Entretanto, cada companhia sofre de forma diferente a tais efeitos, podendo trazer-lhe lucros ou prejuízos. Portanto, é

indispensável o cuidado para estabelecer nexos causais entre as informações sobre a análise conjuntural e as demais informações divulgadas.

- Omissão de comentários sobre aspectos relevantes das demonstrações financeiras – caracteriza-se por alguns pontos que a administração tenha determinado grau de conhecimento, como queda nas vendas, elevação anormal do nível de estoque, lucro em declínio ou endividamento em alta, e que podem até ser espelhadas pelo balanço, mas que são omitidos. O diferencial para as empresas não está em ter ou não problemas, visto que todas têm, mas em revelá-los, de maneira a transmitir segurança ao leitor, de que a administração saberá enfrentá-los.
- Caráter predominantemente retrospectivo do relatório anual – isto porque as informações do passado são relevantes, mas precisam ser complementadas de informações sobre o horizonte futuro, pois estes são indissociáveis.
- Livros luxuosos, mas pouco criativos – algumas empresas apresentam as mesmas informações publicadas no jornal, utilizando papel caro, muitas cores e em livros com capas trabalhadas. Gastos que são improdutivos, por não acrescentar nada mais do que já foi divulgado, apresentando somente caráter promocional.
- À procura de bodes expiatórios – neste aspecto, é comum a administração receber os méritos dos bons resultados e buscar explicações como a conjuntura econômica, interferência governamental, concorrência predatória, tarifas desajustadas, para justificar os maus resultados. O importante não é procurar quem é o culpado e sim apontar o que tem sido feito para resolver este problema.

A CVM (2004) já atentou para os problemas decorrentes do Relatório da Administração e vem examinando o conteúdo destes relatórios apresentados anualmente pelas companhias abertas. Esta comissão aponta que é expressivo o número de empresas que apresentam o Relatório de modo sucinto utilizando para tanto as mais variadas justificativas, entre as quais “ressaltamos a de que os informes necessários para análise dos aspectos em questão já estão contidos nas notas explicativas”. A simples apresentação de percentuais também não é válida, já que podem ser obtidos por qualquer leitor das demonstrações contábeis, visto que a informação relevante diz respeito ao comentário ou apreciação dos fatores endógenos e exógenos que influenciaram as variações ocorridas. De acordo com a CVM (2004), tal procedimento, além de infringir a lei, não é compatível com a postura que se espera de uma companhia aberta, acarretando a perda de uma valiosa oportunidade da companhia ser melhor conhecida e avaliada pelo público investidor, por seus clientes, fornecedores e credores. Por isto, somente no exercício de 2003, a CVM determinou a republicação de 66 relatórios por não atenderem ao mínimo requerido pelas disposições mencionadas. Na maior parte desses relatórios, segundo a CVM, os administradores se limitaram tão-somente a apresentar as demonstrações contábeis, agradecendo a colaboração de funcionários, credores, etc. e se colocando à disposição dos acionistas para maiores esclarecimentos.

Em virtude dos vários problemas apresentados pelos Relatórios da Administração ao longo dos anos, Falcão (1995, p. 8) apresentou as seguintes indagações acerca do RA a mais de dez anos, e estas ainda parecem ser bastante atuais, quais sejam:

- as pessoas encarregadas de elaborá-lo estão devidamente preparadas para tal?

- se estão, por que as empresas não divulgam objetivamente os fatores que contribuíram para o seu desempenho, sejam eles positivos ou negativos?
- porque os usuários das informações não pressionam de alguma forma para a melhoria de qualidade das informações apresentadas?
- estariam eles satisfeitos com o que lhes vem sendo apresentado?
- as análises efetuadas, com base nos dados hoje disponíveis para o público em geral, podem ser consideradas satisfatórias para suportar uma decisão de investimento?
- existe a exata consciência do investidor sobre o direito de exigir uma prestação de contas adequada sobre a gestão dos recursos colocados por ele à disposição dos administradores para obter o retorno desejado em termos de juros sobre o seu capital?
- por que o órgão fiscalizador, no caso a Comissão de Valores Mobiliários, não faz cumprir aquilo que ele mesmo recomendou às companhias de capital aberto como forma de melhorar a qualidade das informações dos administradores?
- deveria o Relatório da Administração ser de alguma forma validado pelos Auditores Independentes, visto que o seu conteúdo deve refletir de uma forma sintética e em uma linguagem objetiva e clara os números apresentados na demonstração financeira?

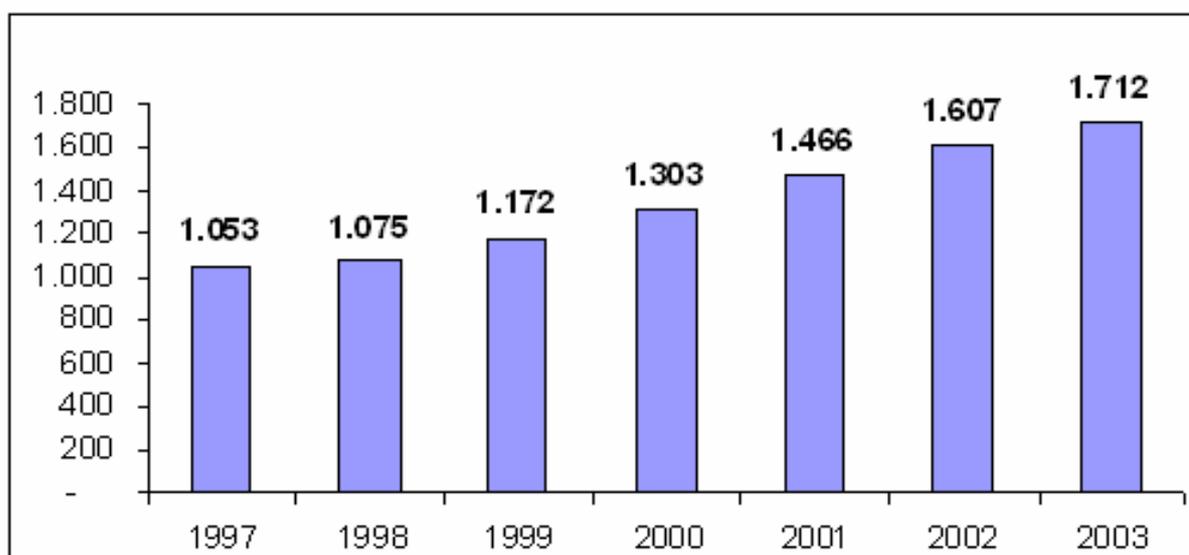
Mafra e Ness Jr (2002) observaram em seu estudo que os relatórios da administração das companhias abertas brasileiras, no exercício de 1998, prestam-se quase que exclusivamente ao mero cumprimento de uma formalidade legal, e concluem dizendo: “eles ainda têm um longo caminho a trilhar, até que possam ser

considerados como um importante elemento de divulgação voluntária das empresas brasileiras”.

3.3 Pesquisas Empíricas

O Relatório da Administração são informações que tem por objetivo complementar as demonstrações contábeis de uma empresa, permitindo o fornecimento de dados e informações adicionais que sejam úteis aos usuários no seu julgamento e processo de tomada de decisão. Visa mostrar posturas e desempenhos administrativos na alocação dos recursos que estão sob guarda e responsabilidade da administração. O mesmo fenômeno do aumento no volume de divulgação de informações financeiras ocorrido nas notas explicativas, no mercado norte-americano, também pode ser observado nos Relatórios de Administração de 296 companhias abertas brasileiras, nos anos de 1997 a 2003, conforme se observa no Gráfico 2.

Gráfico 2 – Evolução da Quantidade Média de Palavras nos RA das Empresas Abertas Brasileiras



Fonte: Elaboração própria

Dada a relevância e importância atribuída às informações contábeis qualitativas é que se torna necessário saber se as informações prestadas possuem a transparência e fidedignidade tão almejada pelos investidores. Assim, esta seção aborda as pesquisas realizadas utilizando-se de informações financeiras qualitativas. Neste aspecto, tem-se primeiramente, estas em seu aspecto amplo e, em seguida, uma subseção apresenta somente pesquisas empíricas utilizando o Relatório da Administração.

3.3.1 Pesquisas Empíricas com Informações Qualitativas

Houghton (1988) desenvolveu uma pesquisa com o objetivo de verificar se a carência de parte do significado de informações contábeis era um sinal de que a comunicação entre os grupos não foi completamente efetiva. Utilizando-se da metodologia desenvolvida por Haried (1972, 1973), denominada de medida do significado denotativo (termos que se encontra nos dicionários), o autor procura testar as seguintes hipóteses levantadas: (1) certos termos contábeis poderiam concluir diferentes medidas para diferentes grupos, especificamente, preparadores e usuários de comunicação contábil; e (2) pares de conceitos, que seriam considerados como sinônimos, teriam significados similares. O pesquisador conclui que os seus resultados não corroboram com os apresentados Haried (1972, 1973), de que não há importantes diferenças de entendimento entre preparadores e usuários e que, em muitos casos, foram utilizados conceitos nos relatórios financeiros que seriam considerados como sinônimos, mas que não podem ser considerados como tais.

Watson (2002) realizou pesquisa para verificar se a teoria da agência ou a teoria da sinalização explicariam o *disclosure* voluntário de indicadores nas demonstrações anuais. Segundo o autor, o *disclosure* voluntário reduz os custos de agência, na medida em que os agentes não necessitam buscar novas informações em outras partes. Já a teoria da sinalização, seria uma reação às assimetrias informacionais existentes no mercado. As assimetrias ocorrem quando as companhias possuem informações que os investidores não possuem, sendo que estas podem ser reduzidas se a parte com maior informação sinalizar à outra e que, quando a performance da companhia é boa, elas desejam apontar suas qualidades aos investidores. Assim, a pesquisa constatou, entre outras evidências, que o desempenho da companhia representa um determinante do *disclosure* de indicadores, sendo que se a rentabilidade marginal da companhia é maior que a média, então os administradores serão mais propensos a divulgar mais informações sobre a situação financeira aos acionistas e investidores, o que é coerente com a teoria da sinalização. Para o autor, se a administração tem confiança em suas habilidades e em suas estratégias, ela não terá receio de divulgar ao mercado como está atuando no presente e os seus planos para o futuro.

O objetivo da pesquisa desenvolvida por Gelb e Strawser (2001) foi o de verificar se existe relação entre o *disclosure* das empresas e a sua medida de responsabilidade social. Neste aspecto, os autores apontam que o aumento da qualidade das informações financeiras apresentadas pelas empresas são facilitadores ao acesso de capital e/ou seu custo de capital é menor. Assim, os autores apresentam, dentre outras pesquisas, o estudo realizado por Lang e Lundholm (1993) que conclui existir uma relação positiva entre a política de divulgação das empresas e sua performance financeira. As conclusões

apresentadas por Gelb e Strawser corroboram com estes achados, e concluem que empresas com performance mais favorável apresentam *disclosure* mais extensas e, ainda, que os resultados indicam uma relação positiva entre o nível de *disclosure* e a responsabilidade social da empresa.

De acordo com Hendriksen e Van Breda (1999, p. 519), alguns estudos sobre previsões concluíram que elas são realmente úteis aos investidores de ações. Entretanto, é mais difícil divulgar e avaliar as expectativas do que eventos não financeiros. Neste aspecto, esses autores apontam um estudo que constatou que os autores das previsões tendem a ser excessivamente otimistas, particularmente após uma expansão prolongada, confirmando que existe “alguma evidência bastante compreensível de que mais administradores fazem divulgação quando há ‘boas notícias’ a divulgar do que quando há ‘más notícias’”.

D’Aveni e MacMillan (1990) utilizaram a técnica de análise de conteúdo para comparar as Cartas aos Acionistas de administradores *senior* de firmas em crise financeira. Assim, os autores selecionaram 57 empresas que faliram e 57 que sobreviveram e analisaram as cartas de cinco anos antes de ocorrer a falência. Os autores observaram que, enquanto as firmas que sobreviveram focam em fatores externos e internos, dando maior atenção ao ambiente de saída, ou seja, em momentos de crise como queda de demanda, os administradores dão maior atenção ao ambiente externo. Ao contrário, em firmas que faliram, os administradores negam ou ignoram os fatores de saída, dando maior atenção ao ambiente interno e fatores de entrada. Estes resultados, segundo os autores, são consistentes com a literatura pesquisada, já que firmas de sucesso atentam aos fatores críticos de sucesso, relacionados pelo ambiente de saída (como necessidades dos clientes e demanda crescente), enquanto que, firmas que faliram negam crises ou evitam focar em

problemas de longo prazo, porque os recursos de curto prazo obrigam a uma resposta.

Sobre evidenciação voluntária, Eng e Mak (2003) procuraram verificar a existência de relação entre esta e os aspectos de governança corporativa. Os estudos foram realizados a partir de uma amostra de 158 empresas listadas na Bolsa de Valores de Singapura, e os resultados verificaram que a estrutura do capital afeta o *disclosure*, na medida em que uma menor participação dos administradores e uma maior participação do governo influenciam em maior *disclosure* voluntário. Os autores concluíram, ainda, que firmas maiores e com menor endividamento apresentaram relatórios mais volumosos.

Utilizando-se da técnica de análise de conteúdo, Nossa e Carvalho (2003) analisaram os relatórios de 50 empresas do setor de papel e celulose em nível mundial, com o objetivo de investigar o *disclosure* de informações ambientais. As conclusões dos estudos, apontam que existem divergências entre as companhias com relação ao tamanho, ao país de localização e ao tipo de relatório (financeiro ou específico), sendo que os relatórios específicos apresentam maior volume de informações de natureza descritiva. Percebeu-se que, quanto maior o tamanho da empresa, mais detalhado é o *disclosure* e, ainda que, das oito empresas brasileiras analisadas, o nível de divulgação ambiental foi menos detalhado que o da média das empresas dos outros países. Embora os autores não tenham classificado o impacto que as informações gerariam no receptor (positivo, negativo ou neutro), eles observaram que quase todas apresentavam impactos positivos:

Percebeu-se assim que as empresas têm a tendência a evidenciar somente as informações que lhes poderão trazer benefícios. Aquelas informações que gerariam impactos negativos geralmente não são mostradas até que não se tenham metas e objetivos claros para revertê-las. Em vários relatórios analisados muitas vezes foi afirmado que determinados assuntos ambientais só seriam tratados em

relatórios ambientais futuros, sob a alegação de que naquele momento não tinham informações suficientes para evidenciar.

Buscando verificar os pontos de maior evidenciação utilizados pelas empresas brasileiras de capital aberto, Gonçalves e Ott (2002) analisaram as informações divulgadas por 743 companhias, no ano 2000, e concluíram que, dos pontos observados pela pesquisa, programas envolvendo recursos humanos foram divulgados por 25,4% das companhias e avaliação da situação econômico-financeiro, em segundo lugar, divulgados por 21,2% das companhias. Os dois pontos com menor índice de divulgação foram *goodwill* e demonstração do capital de giro, ambos divulgados por apenas uma empresa.

Quadro 1: Resumo das Pesquisas Empíricas Utilizando Informações Qualitativas

Autor	Objetivo da Pesquisa	Resultados
Houghton (1988)	Verificar se a carência de parte do significado de informações contábeis era um sinal de que a comunicação entre os grupos não foi completamente efetiva.	Os resultados alcançados apontam que há importantes diferenças de entendimento entre preparadores e usuários e que, em muitos casos, foram utilizados conceitos nos relatórios financeiros que seriam considerados como sinônimos, mas que não podem ser considerados como tais.
Watson (2002)	Verificar se a teoria da agência ou a teoria da sinalização explicariam o disclosure voluntário de indicadores nas demonstrações anuais.	O desempenho da companhia representa um determinante do disclosure de indicadores, sendo que se a rentabilidade marginal da companhia é maior que a média, então os administradores serão mais propensos a divulgar mais informações sobre a situação financeira aos acionistas e investidores, o que é coerente com a teoria da sinalização.
Gelb e Strawser (2001)	Verificar se existe relação entre o <i>disclosure</i> das empresas e a sua medida de responsabilidade social.	Empresas com performance mais favorável apresentam <i>disclosure</i> mais extensos e, ainda, que os resultados indicam uma relação positiva entre o nível de disclosure e a responsabilidade social da empresa.
Lang e Lundholm (1993)	O aumento da qualidade das informações financeiras apresentadas pelas empresas são facilitadores ao acesso de capital e/ou seu custo de capital é menor.	Existe uma relação positiva entre a política de divulgação das empresas e sua performance financeira.

Hendriksen e Van Breda (1999, p. 519)		Constatou-se que os autores das previsões tendem a ser excessivamente otimistas, particularmente após uma expansão prolongada, confirmando que existe “alguma evidência bastante compreensível de que mais administradores fazem divulgação quando há ‘boas notícias’ a divulgar do que quando há ‘más notícias’”.
D’Aveni e MacMillan (1990)	comparar as Cartas aos Acionistas de administradores senior de firmas em crise financeira, utilizando a técnica de análise de conteúdo.	As firmas de sucesso atentam aos fatores críticos de sucesso, relacionados pelo ambiente de saída (como necessidades dos clientes e demanda crescente), enquanto que firmas que faliram negam crises ou evitam focar em problemas de longo prazo.
Eng e Mak (2003)	Verificar a existência de relação entre esta e os aspectos de governança corporativa.	A estrutura do capital afeta o <i>disclosure</i> , na medida em que uma menor participação dos administradores e uma maior participação do governo influenciam em maior <i>disclosure</i> voluntário. Firms maiores e com menor endividamento apresentaram relatórios mais volumosos.
Nossa e Carvalho (2003)	Investigar o <i>disclosure</i> de informações ambientais.	Verificou-se divergências entre as companhias com relação ao tamanho, ao país de localização e ao tipo de relatório (financeiro ou específico), sendo que os relatórios específicos apresentam maior volume de informações de natureza descritiva. Quanto maior o tamanho da empresa, mais detalhado é o <i>disclosure</i> . Percebeu-se ainda, que quase todas as informações apresentavam impactos positivos.
Gonçalves e Ott (2002)	Verificar os pontos de maior evidência utilizados pelas empresas brasileiras de capital aberto.	Das informações divulgadas por 743 companhias, no ano 2000, programas envolvendo recursos humanos foram divulgados por 25,4% das companhias e avaliação da situação econômico-financeiro, em segundo lugar, divulgados por 21,2% das companhias. Os dois pontos com menor índice de divulgação foram goodwill e demonstração do capital de giro, ambos divulgados por apenas uma empresa.

Fonte: Elaboração própria

3.3.2 Pesquisas Empíricas com o Relatório da Administração

A qualidade das informações divulgadas nos relatórios financeiros das empresas tem se tornado objeto de estudo de várias pesquisas. Esta seção traz alguns destes estudos.

Em pesquisa realizada por Yuthas et al. (2002), os autores avaliaram as características dos Relatórios da Administração utilizando os princípios de ação comunicativa de *Jürgen Habermas* – compreensibilidade, confiabilidade, sinceridade e legitimidade. Os resultados alcançados sugerem que, comparadas a empresas neutras, as empresas que esperam algum tipo de surpresa tendem a apresentar relatórios mais comunicativos. Os autores perceberam ainda que empresas com más notícias tendem a apresentar menos referências a si mesmas nos relatórios, na tentativa de ligar seu desempenho insatisfatório a fatores externos. Por fim, empresas que apresentam boas notícias parecem não tentar distorcer as percepções sobre seu desempenho.

Segundo Darrough e Stoughton (1990, apud BOO; SIMNETT, 2002), esta relação entre administração e acionistas se aproxima da teoria dos jogos, na medida em que as companhias se empenham em evidenciar seletivamente, na finalidade de atender aos seus próprios objetivos. Neste sentido, os autores afirmam que, em situações financeiras difíceis, os administradores tendem a exagerar em frases sobre a perspectiva futura da companhia, o que se pode entender que, embora a empresa esteja com problemas financeiros, ela tem perspectivas de melhoria.

Boo e Simnett (2002) realizaram pesquisa com o objetivo de verificar se companhias com dificuldades financeiras que evidenciam relatórios otimistas são mais prováveis de falir no próximo ano do que as outras empresas com dificuldades

financeiras. Para o estudo, os autores classificaram as frases dos relatórios em otimistas, pessimistas, mistas ou omissas, com o objetivo de verificar se os relatórios das empresas que apresentavam maior quantidade de frases otimistas tinham maior tendência à falência. Os autores constatam que as empresas com problemas financeiros e que omitem informações em seus relatórios são mais prováveis falir do que as demais, o que corrobora com a teoria da seletividade de *disclosure* em contextos de dificuldades financeiras, apresentada por Darrough e Stoughton (1990).

Pava e Epstein (1993) constataram que, em uma amostra de 25 empresas, a administração tende a antecipar muito mais “boas notícias” do que “más notícias”, o que demonstra um viés da administração. Como exemplo de “boas notícias”, pode-se citar um resultado financeiro maior que o esperado, ou de “más notícias” a perda de uma ação judicial, mesmo quando de possibilidade provável. Yuthas et al. (2002) citam os trabalhos de Salancik e Meindl (1984) e Staw et al. (1983), os quais investigaram a maneira com que os administradores descrevem os resultados de seus esforços nos relatórios anuais e constataram que os administradores tipicamente levam créditos por “boas notícias” e culpam o ambiente por “más notícias”.

Em pesquisa realizada por Bryan (1997), o autor quis avaliar a eficácia do Relatório da Administração. Para isto, ele utilizou a análise de conteúdo para classificar os relatórios em favorável e desfavorável, de acordo com a opinião explícita do administrador, e em neutro ou omissos, conforme o julgamento do pesquisador. Os resultados apresentados foram de que os relatórios, particularmente em relação às discussões de operações futuras e investimentos de capital planejado, são associados com medidas de desempenho futuras e decisões de investimentos. Desta forma, as demonstrações contábeis em conjunto com o

Relatório da Administração podem auxiliar os investidores em avaliar as perspectivas futuras da empresa.

No Brasil, Colares e Ponte (2003) realizaram uma pesquisa com o objetivo de verificar o grau de observância das companhias abertas brasileiras às orientações sobre evidenciação contábil, no tocante à prestação de informações não contempladas nas demonstrações contábeis tradicionais, consideradas de natureza avançada e não obrigatória. Neste sentido, as autoras analisaram os Relatórios da Administração e as Notas Explicativas do ano de 2002 de 95 empresas, utilizando-se do método de análise de conteúdo. As conclusões do estudo revelam que, de um total de 21 itens de evidenciação investigados, apenas seis apresentaram um índice de observância superior a 50%, o que levou as autoras a concluir que as organizações ainda têm muito que melhorar, nos atributos de transparência e qualidade na divulgação das informações contábeis.

Mafra e Ness Jr (2002) verificaram se o Relatório da Administração das companhias abertas representa um importante veículo de divulgação, ou simplesmente o cumprimento de uma obrigatoriedade legal. Para isto, os autores analisaram os RA de 100 companhias abertas aleatoriamente selecionadas, no ano 1998, com o objetivo de verificar se os critérios de evidenciação da CVM e da ONU, para este relatório, estavam sendo cumpridos, utilizando-se da técnica de análise de conteúdo. Dentre as conclusões do estudo, os autores verificaram que, das 100 empresas, 67 apresentaram baixa ou péssima adequação aos critérios da CVM e 85, para os critérios da ONU; verificou-se também que o tema mais freqüente apresentado no RA foi a descrição dos negócios, produtos e serviços, mencionados por 91 empresas; outra conclusão do estudo, foi a de que o tamanho do patrimônio líquido é forte e positivamente correlacionado à qualidade das informações do RA,

sendo que esta relação não pode ser comprovada com a rentabilidade e o nível de alavancagem.

Quadro 2: Resumo das Pesquisas Empíricas Utilizando o Relatório da Administração

Autor	Objetivo da Pesquisa	Resultados
Yuthas et al. (2002)	avaliar as características dos Relatórios da Administração utilizando os princípios de ação comunicativa de Jürgen Habermas – compreensibilidade, confiabilidade, sinceridade e legitimidade.	Comparadas a empresas neutras, as empresas que esperam algum tipo de surpresa tendem a apresentar relatórios mais comunicativos. Empresas com más notícias tendem a apresentar menos referências a si mesmas nos relatórios, na tentativa de ligar seu desempenho insatisfatório a fatores externos. Empresas que apresentam boas notícias parecem não tentar distorcer as percepções sobre seu desempenho.
Darrough e Stoughton (1990)		Em situações financeiras difíceis, os administradores tendem a exagerar em frases sobre a perspectiva futura da companhia, o que se pode entender que, embora a empresa esteja com problemas financeiros, ela tem perspectivas de melhoria.
Boo e Simnett (2002)	Verificar se companhias com dificuldades financeiras que evidenciam relatórios otimistas são mais prováveis de falir no próximo ano do que as outras empresas com dificuldades financeiras.	Empresas com problemas financeiros e que omitem informações em seus relatórios são mais prováveis falir do que as demais.
Pava e Epstein (1993)		Constatarem que, em uma amostra de 25 empresas, a administração tende a antecipar muito mais “boas notícias” do que “más notícias”.
Salancik e Meindl (1984) e Staw et al. (1983)	Investigar a maneira com que os administradores descrevem os resultados de seus esforços nos relatórios anuais.	Os administradores tipicamente levam créditos por “boas notícias” e culpam o ambiente por “más notícias”.
Bryan (1997)	Avaliar a eficácia do Relatório da Administração.	Os relatórios, particularmente em relação às discussões de operações futuras e investimentos de capital planejado, são associados com medidas de desempenho futuras e decisões de investimentos. Desta forma, as demonstrações contábeis em conjunto com o Relatório da Administração podem auxiliar os investidores em avaliar as perspectivas futuras da empresa.

Colares e Ponte (2003)	Verificar o grau de observância das companhias abertas brasileiras às orientações sobre evidenciação contábil, no tocante à prestação de informações não contempladas nas demonstrações contábeis tradicionais, consideradas de natureza avançada e não obrigatória.	De um total de 21 itens de evidenciação investigados, apenas seis apresentaram um índice de observância superior a 50%.
Mafra e Ness Jr (2002)	Verificar se o Relatório da Administração das companhias abertas representa um importante veículo de divulgação, ou simplesmente o cumprimento de uma obrigatoriedade legal.	Das 100 empresas, 67 apresentaram baixa ou péssima adequação aos critérios da CVM e 85, para os critérios da ONU; verificou-se também que o tema mais freqüente apresentado no RA foi a descrição dos negócios, produtos e serviços, mencionados por 91 empresas; outra conclusão do estudo, foi a de que o tamanho do patrimônio líquido é forte e positivamente correlacionado à qualidade das informações do RA, sendo que esta relação não pôde ser comprovada com a rentabilidade e o nível de alavancagem.

Fonte: Elaboração própria

4 METODOLOGIA

4.1 A Técnica Utilizada: análise de conteúdo

Para analisar os Relatórios da Administração, de maneira a verificar as variáveis que influenciam as informações prestadas, utilizou-se a técnica denominada de Análise de Conteúdo. Para isto, foi necessário que adotar critérios (atributos) de comparabilidade capazes de classificar os dados desta variável de forma ordinal.

A análise de conteúdo, segundo Carney (1972, p. 5), é uma técnica de pesquisa para objetivamente e sistematicamente identificar características específicas das mensagens com o objetivo de fazer inferências. Freitas e Janissek (2000, p.37) a definem como “uma técnica de pesquisa para tornar replicáveis e validar inferências de dados de um contexto que envolve procedimentos especializados para processamento de dados de forma científica”. Estes autores afirmam que esta técnica pode ser usada para analisar em profundidade cada expressão específica e que torna possível analisar as entrelinhas das opiniões das pessoas, não se restringindo às palavras expressas diretamente, mas também àquelas subentendidas no discurso.

No Brasil, os livros de análise de balanço centram sua atenção nas informações quantitativas contidas nas demonstrações contábeis, não discutindo de maneira adequada o Relatório de Administração, limitando-se a descrevê-lo brevemente (vide, por exemplo, ASSAF NETO, 2002). Em especial, um esforço analítico tem sido feito na utilização dos indicadores de análise ou na evolução dos preços das ações. Isso ocorre por duas razões principais. Em primeiro lugar, as bases de dados

ênfaticamente essas informações. Um exemplo disso é a base da *Economática* que apresenta com ênfase as informações quantitativas, mas dispõe, de forma limitada para seus usuários, das informações qualitativas das notas explicativas, do parecer do auditor ou do relatório da administração. Outro exemplo é as bases de dados das revistas econômicas, como a *Exame*, *Valor* ou *FGV*, que centram seus relatórios em alguns poucos índices. O segundo aspecto, e tão relevante quanto o primeiro, diz respeito à facilidade de fazer pesquisa empírica com os valores monetários e indicadores financeiros. Isto ocorre porque, nas pesquisas com variável qualitativa, o pesquisador, antes da realização dos testes, precisa criar parâmetros que torne esta variável quantitativa, para daí então, poder efetuar os testes estatísticos.

Assim, uma das variáveis a ser testada, para que se verifique a existência de uma relação de causa-efeito, é a variável Relatório da Administração. Em virtude de ser esta uma variável qualitativa, isto representa um certo grau de dificuldade, conforme apresentam Hendriksen e Van Breda (1999, p.516), na medida em que, segundo eles, “informação que não pode ser colocada em termos quantitativos é mais difícil de avaliar, em termos de significância e relevância, porque recebe pesos variados dos indivíduos que a utilizam para a tomada de decisões”. Existem, entretanto, na literatura científica, estudos que mostram a possibilidade de se utilizar dados qualitativos (veja, por exemplo, BOO; SIMNETT, 2002; COLARES; PONTE, 2003; SULLIVAN; BENKE, 1997; YOUNG; GUENTHER, 2002).

Para a realização da análise de conteúdo, Freitas e Janissek (2000, p.44) apresentam as seguintes etapas, de realização:

(1) definição do universo – por meio da delimitação e definição clara do que estará ou não envolvido;

(2) categorização do universo estudado – determinação das dimensões que serão analisadas, com o objetivo de reduzir um texto que contém muitas palavras e expressões em poucas categorias. As categorias, segundo os autores, são as rubricas significativas em função das quais o conteúdo será classificado e eventualmente quantificado, sendo que estas devem se originar, seja do documento objeto da análise ou de um certo conhecimento geral da área ou atividade na qual ele se insere;

(3) escolha das unidades de análise – podem ser analisados de diferentes maneiras, de acordo com as unidades de análise que serão definidas. Os autores apresentam Perrien, Chéron e Zins (1984, apud FREITAS; JANISSEK, 2000), que tratam das unidades de análises. Neste aspecto, as unidades se classificam em:

(1) palavras, que são as unidades de análise mais desagregadas, pois muitas vezes expressam situações momentâneas, medidas por estímulos situacionais; (2) em tema, que pode ser definido como a unidade mais manipulável, uma vez que compreende proposições ou afirmações de um sujeito – a presença ou ausência de um tema pode ser rica em informações; (3) em personagens, que representam um outro sujeito de interesse, sobre os quais pode-se manipular determinadas características e tomá-las como foco de análise e ainda (4) as características espaciais ou temporais, que implicam em relacionar e medir um certo número de especificidades dos textos, evidenciando o conjunto total das idéias apresentadas.

(4) e a quantificação – permite o relacionamento entre as características do texto e o universo estudado, sendo que a presença ou ausência de uma unidade igual ao nome das unidades, representa uma quantificação.

Quanto à análise de conteúdo, Gravitz (1993, apud FREITAS; JANISSEK, 2000) apontam os seguintes aspectos:

- Confiabilidade – é conveniente minimizar as diferenças dos pontos de vista dos analistas, visando prover uma base para inferências, recomendações, suporte à decisão ou mesmo aceitação de um fato. A confiabilidade, segundo

Freitas e Janissek (2000, p. 51) é vista como um problema no contexto de pesquisa qualitativa, quanto à sua estrutura de codificação, sendo dada como confiável quando os mesmos códigos são repetidos por um codificador diferente com uma margem aceitável de erro. Os autores acrescentam que para testar a confiabilidade dos dados pode-se adotar esforços duplicados, seja do codificador com o que ele tenha feito antes, ou por mais de um codificador, confrontando-se os resultados. Budd et al. (1967, p. 15) acrescentam que uma importante condição da pesquisa sistemática é que seus resultados possam ser verificados por outro investigador que siga os mesmos passos que o investigador original. A margem de concordância adotada por Krippendorff (1980, apud FREITAS; JANISSEK, 2000) foi de pelo menos 80% entre os codificadores, sem interferências nas análises um do outro. Neste aspecto, Oliveira (1999, p. 176-178) aponta que existe maior chance de concordância quando o número de opções ou categorias são menores.

- Validade lógica – é dada como válida a análise quando a descrição quantificada oferecida sobre o conteúdo for significativa para o problema original, reproduzindo fielmente a realidade dos fatos que ele representa, sendo condição essencial da representatividade da amostra;
- A inferência – está relacionada às expressões que possuem mais de uma interpretação ou sugerem interpretações positivas ou negativas, dependendo do contexto;
- Validade empírica – deve-se traçar conclusões prudentes e humildes, ao invés de convicções.

4.2 Os Dados

Os dados trabalhados, ou seja, o desempenho financeiro e o Relatório da Administração das companhias abertas brasileiras, são dados primários coletados via *internet*, no *site* da CVM. De um total de 718 empresas de capital aberto, listadas na CVM em dezembro de 2003, foram excluídas as empresas financeiras. Das empresas restantes, foram selecionadas somente aquelas que divulgaram seus demonstrativos nos três anos analisados (2001 a 2003), sendo esta considerada a população do estudo. A partir desta população foi selecionada uma amostra aleatória, contendo 350 empresas. Portanto, foram analisados 1050 RA.

A análise no Relatório da Administração encontra-se dividida em duas partes:

- (1) Análise Quantitativa dos RA: com o objetivo de se obter as quantidades de letras (LETRAS), palavras (PALAVRAS), frases (FRASES) e gráficos ou tabelas (GRAFTAB). Para se obter a quantidade de letras e palavras, utiliza-se a ferramenta de “contar palavras” do editor de texto. A partir destas informações, pode-se calcular o número médio de palavras em cada frase (PALFRA), o número de letras por frase (LETFRA) e o número de letras por palavra (LETPAL). Estas variáveis são utilizadas como *proxies* de volume de informações. O uso de gráficos para a evidenciação de informações nos relatórios anuais das companhias representa uma dimensão significativa na divulgação de informações financeiras pela administração, de acordo com Beattie e Jones (1997). Os autores analisaram os relatórios anuais das 176 principais companhias norte-americanas e inglesas, no ano de 1990, e observaram

que 92% das empresas americanas e 80% das empresas inglesas utilizaram gráficos. Isto significa, em média, 13% e 7,7% de gráficos por empresa, respectivamente.

(2) Análise Qualitativa dos RA: cada frase foi classificada em otimista, pessimista ou neutra. Trata-se de uma adaptação da metodologia utilizada por Boo e Simnett (2002), na qual os autores classificam as frases em otimista, pessimista, neutra ou omissa. Devido à dificuldade encontrada para classificar uma frase como omissa, optou-se nesta pesquisa, por retirar esta classificação. A Tabela 1 apresenta alguns exemplos. Ademais, as frases foram classificadas em doze grupos segundo o assunto, conforme apresentado na Tabela 2, que mostra também exemplos de como foram feitas as classificações. Esta classificação é definida por meio de uma adaptação às informações mínimas requeridas pela Lei n.º 6.404/76, quanto aos assuntos que devem ser abordados no Relatório da Administração. O processo de classificação, utilizando-se da técnica denominada análise de conteúdo, foi feito pela pesquisadora, com o auxílio de dois alunos da graduação, sendo que uma mesma frase recebeu duas classificações, uma quanto ao grau de otimismo e outra, quanto ao assunto.

Tabela 1 - Exemplos de frases otimistas, pessimistas e neutras do relatório

Classificação	Exemplo
Neutra	Em 27 de setembro de 2002, os acionistas deliberaram incluir no objeto social da companhia a prestação de serviços de consultoria, administração, comunicação e/ou atendimento.
Otimista	Não obstante as dificuldades verificadas, a [empresa] permaneceu líder de mercado, com 64% do market share.
Pessimista	O resultado da [empresa] foi altamente prejudicado no ano de 2002, em função da variação cambial que foi de 52%.

Fonte: Elaboração Própria

Tabela 2 - Exemplos do assunto tratado

Assunto	Exemplo
Apresentação/ Conclusão	Apresentamos as Demonstrações Financeiras, relativas ao exercício findo em 31 de dezembro de 2002. Finalmente, agradecemos aos nossos gerentes, colaboradores, clientes, fornecedores e parceiros que contribuíram para o desempenho satisfatório [...]
Descrição do Negócio	No final do exercício, contávamos com 185 lojas, com 78.571 m ² de área de venda, [...]
Cenário Econômico	O ano de 2002 foi bastante difícil para o mercado mundial com incertezas políticas e econômicas, prejudicando o País por ter dependência de influxos de investimentos estrangeiros.
Reformas da Administração	Foram implementadas novas rotinas e melhorias no Sistema de Informações ao Cliente para atendimento às determinações [...] e aprimoramento da prestação dos serviços aos clientes.
Desempenho	A receita operacional líquida do exercício foi R\$ 323,0 milhões, 5,4% acima do exercício anterior.
Auditoria	Durante o exercício de 2002, o valor correspondente aos serviços não relacionados à auditoria externa foi inferior a 5% dos referidos honorários.
Investimento	Os investimentos em terrenos, prédios, instalações e equipamentos efetuados pelas três empresas no referido site industrial durante os anos de 2001 e 2002 atingiram R\$ 25,5 milhões.
Dividendos	Tais proposições importarão em distribuir aos acionistas a quantia líquida do imposto de renda de R\$ 12.782.587,04, equivalente a 27,9% do lucro líquido ajustado de R\$ 45.727.481,48.
Capital Social / Estrutura	Em 31 de dezembro de 2002 e 2001, o capital social, subscrito e integralizado, está representado por 8.174.011.326 (7.701.777.315 em 2001) ações nominativas, sendo 3.662.193.562 (3.450.619.042 em 2001) ordinárias, 800 preferenciais classe A, 4.133.582.190 (3.894.774.313 em 2001) preferenciais classe B, 83.580.677 (78.752.002 em 2001) preferenciais classe C e 294.654.097 (277.631.158 em 2001) preferenciais classe D, todas sem valor nominal.
Endividamento/ Financiamento	Em 2002 a [empresa] reduziu seu endividamento bruto consolidado em US\$ 60 milhões, passando de US\$ 445 milhões em 31 de dezembro de 2001 para US\$ 385 milhões em 31 de dezembro de 2002.
Perspectivas	Espera-se um crescimento do PIB em 2003, ainda que as previsões sejam modestas, com uma evolução favorável nas contas externas e no balanço de pagamentos.
Outras Informações	As ações da companhia são negociadas em todas as bolsas de valores do Brasil, desde março de 1982.

Fonte: Elaboração Própria

A classificação da frase como reforma da administração está relacionada aos objetivos, às estratégias e à divulgação de informações sociais da empresa. Lauretti (2003), lança a seguinte pergunta: pode-se conceber, hoje, uma organização sem uma estratégia global? Segundo o mesmo autor, a primeira coisa que se quer ouvir é onde estamos e isso se relaciona à posição de mercado, de desenvolvimento tecnológico e suas vantagens competitivas; portanto, refere-se à estratégia da empresa e aos seus objetivos. Com o tema responsabilidade social, a

cada dia mais, fazendo parte do cotidiano da sociedade, as empresas acabam por envolver-se no assunto. Assim, as companhias estão divulgando questões ligadas à criação de riqueza, política ambiental, recursos humanos e ação social, isso em decorrência não só de idealismo, mas também por uma boa imagem junto à opinião pública (LAURETTI, 2003).

Ainda, em pesquisa realizada por Vilhena (2002), o autor constata estatisticamente que as empresas que publicam o balanço social no Brasil apresentam maiores indicadores de desempenho que as demais empresas que não divulgam tais informações, o que sugere que elas utilizam tal divulgação como uma ferramenta de *marketing*.

O desempenho financeiro está composto pelas seguintes informações quantitativas: 1. Ativo (ATIVO); 2. Lucro Líquido (LL); 3. Liquidez (LIQUIDEZ); 4. Patrimônio Líquido (PL); 5. Retorno do Ativo (RSA), 6. Endividamento de Curto Prazo (ECP). Assim, a Tabela 3 apresenta o conjunto de variáveis utilizadas neste estudo.

Tabela 3: Grupo e variáveis estudadas

	Item	Abreviatura
Informação Quantitativa dos RA	número de palavras	(PALAVRAS)
	número de frases	(FRASES)
	número de letras	(LETRAS)
	número de gráficos e tabelas	(GRAFTAB)
	número de palavras em cada frase	(PALFRA)
	número de letras por frase	(LETFRA)
	número de letras por palavra	(LETPAL)
	otimista	(OTIMISTA)
	pessimista	(PESSIMISTA)
	neutra	(NEUTRA)
Informação Qualitativa dos RA	Apresentação/Conclusão	(APRESENT)
	Descrição do Negócio	(DESCRICHÃO)
	Conjuntura Econômica	(CONJUNTURA)
	Reforma da Administração	(REFORMA)
	Desempenho	(DESEMPENHO)
	Auditoria	(AUDITORIA)
	Investimento	(INVESTIMENTO)
	Dividendos	(DIVIDENDOS)
	Capital Social/Estrutura	(CAPITAL)
	Endividamento/Financiamento	(ENDIVIDAM)
	Perspectiva	(PERSPECTIVAS)
Outras Informações	(OUTRAS)	
Informação Quantitativa de Desempenho	ativo	(ATIVO)
	lucro líquido	(LL)
	liquidez	(LIQUIDEZ)
	patrimônio líquido	(PL)
	retorno do ativo	(RSA)
	endividamento de curto prazo	(ECP)

Fonte: Elaboração Própria

4.3 Os Modelos

Esta subseção apresenta os modelos que serão utilizados. O Modelo 1 será utilizado para testar as hipóteses H_{0a} e H_{0b} :

H_{0a} : Empresas após uma expansão prolongada apresentam relatórios otimistas;

H_{0b} : Empresas com problemas tendem a apresentar relatórios neutros;

Neste caso, utiliza-se a letra grega φ para denominar o teor das frases do relatório (OTIMISTA ou NEUTRA). Para testar esta hipótese, utiliza-se uma *dummy*

(D) da variação do desempenho, sendo que, se o valor do ano atual for maior que a do ano anterior, tem-se o valor 1, ou 0, se este for menor. O apêndice A apresenta a descrição das variáveis de desempenho, utilizadas na pesquisa. Espera-se, em H_{0a} , encontrar relação positiva e significativa entre a variável dependente OTIMISTA e as variáveis independentes variação do desempenho, consideradas como *proxy* para “expansão prolongada”, exceto para o DECP que se espera relação negativa. Para H_{0b} , espera-se encontrar relação positiva entre as variáveis NEUTRA (variável dependente) e DECP e negativa de DATIVO, DLL, DLIQUIDEZ, DPL e DRSA (variáveis independentes).

$$\begin{aligned} \varphi_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{DATIVO}_{i,t} + \beta_2 \text{DLL}_{i,t} + \beta_3 \text{DLIQUIDEZ}_{i,t} \\ & + \beta_4 \text{DPL}_{i,t} + \beta_5 \text{DRSA}_{i,t} + \beta_6 \text{DECP}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

O Modelo 2 será utilizado para testar H_{0c} : Relatórios otimistas são mais extensos. Espera-se, neste teste, encontrar relação positiva e significativa entre as variáveis OTIMISTA (variável dependente) e PALAVRAS, LETRAS, FRASES, PALFRA, LETFRA, LETPAL e GRAFTAB (variáveis independentes).

$$\begin{aligned} \varphi_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{PALAVRAS}_{i,t} + \beta_2 \text{LETRAS}_{i,t} + \beta_3 \text{FRASES}_{i,t} + \\ & \beta_4 \text{PALFRA}_{i,t} + \beta_5 \text{LETFRA}_{i,t} + \beta_6 \text{LETPAL}_{i,t} + \beta_7 \text{GRAFTAB}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

O Modelo 3 será utilizado para testar as hipóteses H_{0d} , H_{0e} e H_{0f} :

H_{0d} : Relatórios pessimistas apresentam mais frases sobre o cenário econômico;

H_{0e} : Relatórios otimistas utilizam mais frases sobre o desempenho;

H_{0f} : Relatórios otimistas apresentam mais frases sobre reforma da administração;

Espera-se, como resultado de H_{0d} , encontrar relação positiva e significativa entre as variáveis PESSIMISTA (variável dependente) e CONJUNTURA (variável

independente). Para H_{0e} , é esperada uma relação significativa entre as variáveis OTIMISTA (variável dependente) e DESEMPENHO (variável independente). O resultado esperado, para H_{0f} , será uma relação significativa e positiva entre as variáveis OTIMISTA (variável dependente) e REFORMA (variável independente).

$$\begin{aligned} \varphi_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 APRESENT_{i,t} + \beta_2 DESCRICAO_{i,t} + \beta_3 CONJUNTURA_{i,t} + \beta_4 REFORMA_{i,t} + \\ & \beta_5 DESEMPENHO_{i,t} + \beta_6 AUDITORIA_{i,t} + \beta_7 INVESTIMENTO_{i,t} + \beta_8 DIVIDENDOS_{i,t} + \\ & \beta_9 CAPITAL_{i,t} + \beta_{10} ENDIVIDAM_{i,t} + \beta_{11} PERSPECTIVAS_{i,t} + \beta_{12} OUTRAS_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (3)$$

O Modelo 4 será utilizado para testar H_{0g} : O tamanho do relatório depende do porte e de um menor endividamento da empresa.

Espera-se, neste teste, encontrar relação positiva e significativa entre a variável PALAVRA (variável dependente) e DLOGATIVO, PL e ECP (variáveis independentes). Por conseqüência, esta relação também deverá ser semelhante para LETRAS, FRASES, PALFRA, LETFRA, LETPAL e GRAFTAB (variáveis dependentes).

$$\begin{aligned} PALAVRAS_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 DLOGATIVO_{i,t} + \beta_2 LL_{i,t} + \beta_3 LIQUIDEZ_{i,t} + \\ & \beta_4 PL_{i,t} + \beta_5 RSA_{i,t} + \beta_6 DECP_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (4)$$

O Modelo 5 será utilizado para testar as hipóteses H_{0h} , H_{0i} e H_{0j} :

H_{0h} : Empresas com problemas tendem a apresentar mais frases sobre perspectivas futuras;

H_{0i} : Empresas com dificuldades utilizam mais frases sobre a conjuntura econômica;

H_{0j} : Relatórios com frases sobre perspectivas e investimentos tendem a apresentar maior desempenho futuro.

$$\begin{aligned} \gamma_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 DLOGATIVO_{i,t} + \beta_2 LL_{i,t} + \beta_3 LIQUIDEZ_{i,t} + \\ & \beta_4 PL_{i,t} + \beta_5 RSA_{i,t} + \beta_6 ECP_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (5)$$

Assim, será verificado se existe alguma relação entre o assunto tratado no relatório (variável dependente) – PERSPECTIVAS, CONJUNTURA e INVESTIMENTOS, neste modelo, denominadas de (y) e as variáveis de desempenho financeiro (variáveis independentes). Desta forma, espera-se, como resultado de H_{0h} , encontrar relação significativa e negativa entre as variáveis PERSPECTIVAS e DLOGATIVO, LL, LIQUIDEZ, PL e RSA. Para H_{0i} , são esperadas uma relação significativa e negativa entre as variáveis CONJUNTURA e ATIVO, LL, LIQUIDEZ e RSA e uma positiva para ECP. E para H_{0j} , será esperada uma relação significativa e positiva entre as variáveis PERSPECTIVAS e INVESTIMENTO e DLOGATIVO, LL, LIQUIDEZ, PL e RSA.

4.3 Os Testes

A regressão é uma técnica estatística destinada a estimar o relacionamento entre duas ou mais variáveis, por meio de uma equação matemática, podendo ser usada para prever valores de uma variável, dados os valores das outras (STEVENSON, 1981, p.390), Assim, a metodologia utilizada no estudo envolve regressões lineares múltiplas estimadas em *Ordinary Least Squares (OLS)*, realizadas em *cross section* (corte transversal), ou seja, serão feitas ano a ano, obtendo-se resultados diferentes, para cada período analisado. O método utilizado é o *backward*, que vai excluindo as variáveis que não se apresentam significativas, até que se chegue a um resultado ideal.

Para que os resultados empíricos apresentem robustez, são necessários a realização de testes, com o objetivo de verificar a existência de raízes unitárias nas séries. O teste de raiz unitária verifica a estacionariedade da série, evitando o problema de regressões espúrias. Segundo Gujarati (2000, p.736), regressões espúrias se materializam quando, embora os resultados pareçam bons superficialmente, depois de investigações adicionais elas parecem suspeitas. De acordo com Brooks (2002, p. 377), o teste que verifica este problema é o *Dickey-Fuller* (DF). A Tabela 4 apresenta os resultados dos testes DF das variáveis do estudo.

Tabela 4 – Testes de Raízes Unitárias das Variáveis

VARIÁVEIS	t-estatístico	t-crítico	VARIÁVEIS	t-estatístico	t-crítico
Palavras2001	-9,8871	-3,4511	Investimento2001	-9,4635	-3,4511
Palavras2002	-10,4739	-3,4511	Investimento2002	-10,6632	-3,4511
Palavras2003	-10,7733	-3,4511	Investimento2003	-11,9196	-3,4511
Frases2001	-9,6704	-3,4511	Dividendo2001	-11,0377	-3,4511
Frases2002	-10,0410	-3,4511	Dividendo2002	-9,7603	-3,4511
Frases2003	-10,4573	-3,4511	Dividendo2003	-11,7114	-3,4511
Letras2001	-9,8305	-3,4511	Capital2001	-13,2972	-3,4511
Letras2002	-10,3408	-3,4511	Capital2002	-12,2113	-3,4511
Letras2003	-10,7879	-3,4511	Capital2003	-12,6813	-3,4511
Palavras/frase2001	-18,4552	-3,4489	Endividamento2001	-11,5129	-3,4512
Palavras/frase2002	-18,0589	-3,4489	Endividamento2002	-11,2366	-3,4513
Palavras/frase2003	-18,8297	-3,4489	Endividamento2003	-11,2262	-3,4511
Letras/palavras2001	-18,6886	-3,4489	Perspectiva2001	-10,4741	-3,4512
Letras/palavras2002	-18,6664	-3,4489	Perspectiva2002	-11,4005	-3,4511
Letras/palavras2003	-17,6153	-3,4489	Perspectiva2003	-10,4126	-3,4511
Letras/frases2001	-18,4347	-3,4489	Outras Informações 2001	-9,6911	-3,4512
Letras/frases2002	-18,4341	-3,4489	Outras Informações 2002	-12,3368	-3,4511
Letras/frases2003	-18,8848	-3,4489	Outras Informações 2003	-12,7754	-3,4511
Gráf/Tabela2001	-17,5424	-3,4489	Ativo2000	-12,5930	-3,4520
Gráf/Tabela2002	-16,8705	-3,4491	Ativo2001	-12,7447	-3,4514
Gráf/Tabela2003	-18,0609	-3,4489	Ativo2002	-12,7106	-3,4512
Otimista2001	-9,8518	-3,4511	Ativo2003	-12,5979	-3,4512
Otimista2002	-10,7462	-3,4512	Ativo2004	-5,2901	-3,4690
Otimista2003	-10,2388	-3,4511	LL2000	-12,2577	-3,4522
Pessimista2001	-10,2909	-3,4511	LL2001	-13,3438	-3,4514
Pessimista2002	-11,5005	-3,4511	LL2002	-12,3456	-3,4514
Pessimista2003	-12,1239	-3,4511	LL2003	-15,2814	-3,4512
Neutra2001	-10,2852	-3,4511	LL2004	-8,7171	-3,4690
Neutra2002	-9,2829	-3,4511	Liquidez2000	-12,6696	-3,4543
Neutra2003	-11,5050	-3,4511	Liquidez2001	-12,6228	-3,4511
Apres/conclusao2001	-12,3884	-3,4511	Liquidez2002	-12,8885	-3,4527
Apres/conclusao2002	-11,8126	-3,4511	Liquidez2003	-12,7516	3,4524
Apres/conclusao2003	-11,7112	-3,4511	Liquidez2004	-8,6904	-3,4710

Descricao2001	-9,9701	-3,4511	PL2000	-13,6113	-3,4522
Descricao2002	-10,7384	-3,4512	PL2001	-14,7555	-3,4514
Descricao2003	-10,7579	-3,4511	PL2002	-15,2937	-3,4512
Conjuntura2001	-10,4590	-3,4511	PL2003	-15,5391	-3,4514
Conjuntura2002	-11,6850	-3,4511	PL2004	-8,7768	-3,4690
Conjuntura2003	-11,4996	-3,4511	RSA2000	-9,7559	-3,4520
Reforma2001	-11,0414	-3,4511	RSA2001	-13,1481	-3,4514
Reforma2002	-12,3362	-3,4511	RSA2002	-12,7223	-3,4512
Reforma2003	-11,1691	-3,4511	RSA2003	-13,1332	-3,4512
Desempenho2001	-10,1428	-3,4511	RSA2004	-30,7002	-3,4708
Desempenho2002	-11,3254	-3,4511	ECP2000	-12,8534	-3,4520
Desempenho2003	-11,2842	-3,4511	ECP2001	-11,4778	-3,4514
Auditoria2001	-13,3963	-3,4511	ECP2002	-12,7622	-3,4511
Auditoria2002	-11,7333	-3,4511	ECP2003	-12,3499	-3,4512
Auditoria2003	-11,4543	-3,4511	ECP2004	-11,9374	-3,4703

Fonte: Elaboração própria

Para o teste de raiz unitária, a hipótese nula é a da existência da raiz. Desta forma, aceitar H_0 significa que existe raiz unitária, ao passo que rejeitá-la, significa dizer que não existem raízes unitárias na série. Desta forma, o teste estatístico deve ser mais negativo que o *t-crítico*, para que se rejeite a hipótese nula de existência de raízes unitárias (BROOKS, 2002, p. 385). Adotando-se um nível de significância de 1%, com o objetivo de obter maior rigor, pode-se perceber que não existem raízes unitárias para as variáveis da pesquisa, já que todos os t-estatísticos são mais negativos que os *t-críticos*.

Em virtude de as variáveis de desempenho usadas serem endógenas, torna-se necessário a realização de testes, com o objetivo de verificar a existência de multicolinearidade. A multicolinearidade é um problema que ocorre quando as variáveis explanatórias são altamente correlacionadas umas com as outras (BROOKS, 2002, p.190), o que pode trazer distorções nos valores estimados, tornando a regressão espúria. Portanto, para verificar se há existência de tal problema, realiza-se a Matriz de Correlação de *Pearson*, sendo que, os valores dos coeficientes *r* não poderão ser altos (acima de 0,7). Se houver a existência de multicolinearidade, entre duas das variáveis explicativas, as regressões lineares

podem ser realizadas, utilizando-se somente a que se apresentar mais significativa. A Tabela 5 traz as variáveis que apresentaram alto relacionamento (acima de 0,7) e por este motivo, será utilizada somente uma destas em um mesmo modelo.

Tabela 5 – Matriz de Correlação de *Pearson* das Variáveis de Desempenho

Variáveis		Correlação <i>Pearson</i>
ativo2004	ECP2002	0,985
LL2004	PL2004	0,706
PL2004	LL2003	0,761
ativo2003	ECP2002	0,994
RSA2003	ECP2003	-0,940
ativo2002	PL2001	0,703
LL2002	ativo2000	-0,722
RSA2002	ECP2000	-0,824
ECP2002	ativo2001	0,987
ECP2002	PL2001	0,703
ECP2002	ativo2000	0,963
ativo2001	PL2001	0,740
ativo2000	LL2000	-0,701

Fonte: Elaboração própria

5 OS RESULTADOS

5.1 Estatísticas Descritivas do Ano de 2001

Esta seção apresenta a estatística descritiva das informações quantitativas dos RA, referentes ao ano de 2001. Conforme pode ser observado na Tabela 6, o tamanho do RA pode variar de relatórios com 25 palavras (das empresas Electrolux do Brasil S.A. e Shopping Center Tacaruna S.A.) até 11.629 (da Brasil Telecom Participações). Ao todo, foram analisados relatórios com um total de 452 mil palavras. Em média os RA apresentaram um número de 1.291 palavras, com 37 frases. Entretanto, das 350 empresas analisadas, 126 apresentaram relatórios com até 10 frases. Cada uma das frases apresentou uma média de 34,7 palavras. O número de tabelas e gráficos foi de 762, com uma média de 2,17 por documento e valor máximo de 46 (EMBRAER - Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A.).

Tabela 6 – Estatística Descritiva das Variáveis Quantitativas dos RA - 2001

	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-Padrão	Assimetria	Curtose
PALAVRA2001	350	25	11.629	1.291,474	1.821,756	2,741	9,233
FRASE2001	350	1	411	37,566	53,020	3,045	12,384
LETRAS2001	350	136	63.784	7.118,531	9.895,109	2,703	8,971
PALFRAS2001	350	0,12	315	34,729	19,046	9,817	136,491
LETPAL2001	350	4,73	1.332,33	9,466	70,914	18,707	349,977
LETFRAS2001	350	88,27	1.840,50	197,056	109,090	10,402	149,311
GRAFTAB2001	350	0	46	2,177	4,832	4,084	24,243

Fonte: Elaboração própria

Pela análise da Tabela 7 pode-se observar que a informação mais tratada no Relatório da Administração, no ano de 2001, foi Reforma da Administração (uma média de 10 frases por RA). O segundo assunto mais abordado foi a descrição do negócio, com média de 7 frases por relatório. O assunto de menor interesse para as

empresas, na média, foi referente à auditoria, com média de 0,01 frase por relatório, sendo esta informação evidenciada por somente cinco empresas.

Tabela 7 – Estatística Descritiva das Variáveis Qualitativas dos RA – 2001

	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio- Padrão	Assimetria	Curtose
APRESENT2001	350	0	11,5	1,609	1,143	2,392	16,331
DESCRICAO2001	350	0	104,5	7,404	11,889	3,523	17,940
CONJUNTURA2001	350	0	30,5	2,864	4,960	2,881	9,990
REFORMA2001	350	0	135	10,346	20,687	3,108	10,722
DESEMPENHO2001	350	0	55	4,743	7,195	3,067	12,531
AUDITORIA2001	350	0	2	0,017	0,150	9,814	106,232
INVESTIMENTO2001	350	0	40,5	3,140	5,262	3,504	16,028
DIVIDENDOS2001	350	0	9	0,481	1,012	3,458	17,943
CAPITAL2001	350	0	22	0,763	1,768	6,407	63,454
ENDIVIDAM2001	350	0	15	1,203	2,200	2,710	8,717
PERSPECTIVA2001	350	0	27,5	2,061	3,521	3,534	17,836
OUTRAS2001	350	0	74,5	2,934	7,845	5,823	40,819

Fonte: Elaboração própria

5.2 Estatísticas Descritivas do Ano de 2002

Esta seção trata da estatística descritiva, para o ano de 2002, das informações quantitativas dos RA. De acordo com a Tabela 8, o tamanho do RA pode variar de relatórios com 25 palavras (da empresa Shopping Center Tacaruna S.A.) até 18.214 (da Brasil Telecom Participações). Observa-se que tanto a empresa que apresentou menos divulgação, quanto a que apresentou maior volume, em 2001, permaneceram inalteradas. Ao todo, no ano de 2002, foram analisados relatórios com um total de 490 mil palavras, o que representou um aumento de quase 40 mil palavras. Em média os RA apresentaram um número de 1.401 palavras, com 39 frases. Isto significa que, em relação ao ano de 2001, houve um aumento médio de 110 palavras por RA. Cada uma das frases apresentou uma média de 35,7 palavras. O número de tabelas e gráficos foi de 740, com uma média de 2,13 por documento e valor máximo de 40 (EMBRAER- Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A.).

Tabela 8 – Estatística Descritiva das Variáveis Quantitativas dos RA - 2002

	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-Padrão	Assimetria	Curtose
PALAVRA2002	350	25	18.214	1.401,109	2.137,675	4,101	23,482
FRASE2002	350	1	516	39,269	57,948	4,357	27,518
LETRAS2002	350	153	97.026	7.690,643	11.327,436	4,079	23,769
PALFRAS2002	350	20,33	216,500	35,774	16,084	7,002	66,861
LETPAL2002	350	1,67	27,900	5,734	1,237	16,481	297,881
LETFRAS2002	350	115,6	1295,000	204,108	97,789	6,924	63,141
GRAFTAB2002	350	0	40	2,131	4,775	3,839	19,442

Fonte: Elaboração própria

Na Tabela 9 observa-se que a informação mais tratada no Relatório da Administração, no ano de 2002, foi reforma da administração (uma média de 10 frases por RA). O segundo assunto mais abordado foi desempenho, com média de 7 frases por relatório. O assunto de menor interesse para as empresas, na média, foi referente à distribuição de dividendos, com média de 0,47 frase por relatório.

Tabela 9 – Estatística Descritiva das Variáveis Qualitativas dos RA – 2002

	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-Padrão	Assimetria	Curtose
APRESENT2002	350	0	6	1,659	1,034	0,787	1,364
DESCRICA02002	350	0	96	4,659	9,429	5,210	36,529
CONJUNTURA2002	350	0	45	3,640	6,196	3,347	15,275
REFORMA2002	350	0	245	10,023	21,812	5,262	42,594
DESEMPENHO2002	350	0	84	7,039	10,234	3,211	15,397
AUDITORIA2002	350	0	9	1,123	1,479	2,015	5,175
INVESTIMENTO2002	350	0	71	2,310	5,214	7,850	90,101
DIVIDENDOS2002	350	0	7	0,473	1,102	3,171	11,088
CAPITAL2002	350	0	17,5	0,899	1,976	4,572	29,091
ENDIVIDAM2002	350	0	15,5	1,137	2,125	2,593	8,612
PERSPECTIVA2002	350	0	23	2,214	3,335	2,519	8,247
OUTRAS2002	350	0	401	4,083	22,313	16,349	289,149

Fonte: Elaboração própria

5.3 Estatísticas Descritivas do Ano de 2003

Esta seção apresenta a estatística descritiva, para o ano de 2003, das informações quantitativas dos RA. Observa-se que, na Tabela 10, o tamanho do RA pode variar de relatórios com 25 palavras (da empresa Shopping Center Tacaruna

S.A.) até 17.552 (da Brasil Telecom Participações). Curiosamente, nos três anos consecutivos, o Shopping Center Tacaruna apresentou a mesma quantidade de palavras em seu relatório. Ao verificá-los, pode-se perceber que este se trata de um relatório mudo, no qual a empresa apresenta a mesma informação, que é “Em cumprimento às determinações legais e estatutárias, submetemos a apreciação de V.Sas. as demonstrações financeiras relativas ao exercício encerrado em 31 de dezembro”, alterando somente o ano da publicação. Outro aspecto observado é o da empresa que apresentou maior volume de informações no período analisado, que também permaneceu inalterada (Brasil Telecom Participações). Entretanto, contrariamente à empresa que apresentou menos divulgação, a Brasil Telecom Participações apresentou um aumento de quase 6.000 palavras de 2001 para 2003. Neste aspecto, no ano de 2003, foram analisados, ao todo, relatórios com um total de 528 mil palavras, o que representou no período analisado um aumento de mais de 76 mil palavras. Em média os RA apresentaram um número de 1.510 palavras, com 41 frases. Isto significa que, em relação ao ano de 2001, houve um aumento médio de 219 palavras por RA. Mesmo assim a quantidade de empresas que apresentaram relatórios com até 10 frases ainda permaneceu alto (107 empresas, das 350 empresas analisadas, o que representa mais de 30% da amostra). Cada uma das frases apresentou uma média de 36,8 palavras. O número de tabelas e gráficos foi de 946, com uma média de 2,7 por documento, representando um aumento de 0,5 gráfico por empresa, o que corrobora com os autores Beattie e Jones (1997), quanto à relevância da divulgação de informações feitas pelas empresas por gráficos e tabelas. O valor máximo, no ano de 2003, foi de 38 (EMBRAER- Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A.). Embora esta empresa tenha

apresentado menos gráficos e tabelas, ela ainda permaneceu como a maior divulgadora deste tipo de informação.

Tabela 10 – Estatística Descritiva das Variáveis Quantitativas dos RA - 2003

	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-Padrão	Assimetria	Curtose
PALAVRA2003	350	25	17.552	1.510,826	2.271,383	3,158	12,590
FRASE2003	350	1	464	41,814	60,972	3,121	12,035
LETRAS2003	350	153	93.160	8.317,503	12.340,798	3,112	12,063
PALFRAS2003	350	13,670	241,080	36,800	21,197	6,185	47,209
LETPAL2003	350	5	7,220	5,639	0,289	1,066	3,074
LETFRAS2003	350	85	1.377,230	207,288	119,190	6,156	46,862
GRAFTAB2003	350	0	38	2,703	5,361	3,141	12,983

Fonte: Elaboração própria

Analisando-se a Tabela 11, pode-se observar que a informação mais tratada no Relatório da Administração, no ano de 2003, é ainda a reforma da administração (uma média de 10 frases por RA). O segundo assunto mais abordado foi a descrição do negócio, com média de 7,7 frases por relatório. O assunto menos tratado pelas empresas foi referente à distribuição de dividendos, com média de 0,59 frase por relatório.

Tabela 11 – Estatística Descritiva das Variáveis Qualitativas dos RA – 2003

	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-Padrão	Assimetria	Curtose
APRESENT2003	350	0	13	1,686	1,259	2,758	19,170
DESCRICA02003	350	0	126	7,736	15,272	4,287	22,947
CONJUNTURA2003	350	0	42	3,013	5,595	3,066	11,772
REFORMA2003	350	0	181,5	10,289	20,364	3,809	20,005
DESEMPENHO2003	350	0	62	6,746	10,367	2,719	8,500
AUDITORIA2003	350	0	7	1,134	1,315	1,579	2,716
INVESTIMENTO2003	350	0	28,5	2,410	4,255	3,522	14,740
DIVIDENDOS2003	350	0	9	0,593	1,233	3,195	12,835
CAPITAL2003	350	0	24	0,793	2,038	6,272	55,582
ENDIVIDAM2003	350	0	21	1,363	2,885	3,468	15,564
PERSPECTIVAS2003	350	0	31	2,371	4,115	3,239	13,938
OUTRAS2003	350	0	86	3,681	8,851	5,071	33,105

Fonte: Elaboração própria

5.4 Resultados *Cross Section* para o Ano de 2001

Os resultados encontrados, no ano de 2001, para as hipóteses do estudo estão apresentadas nesta subseção.

O Modelo 1, utilizado para testar a hipótese H_{0a} : Empresas após uma expansão prolongada apresentam relatórios otimistas, apresentou relação positiva entre a variável OTIMISTA2001 e a variação do lucro líquido (DLL_{00-01} – p -value 0,076), a variação da liquidez ($DLIQUIDEZ_{01-02}$ – p -value 0,014), e a variação do endividamento de curto prazo ($DECP_{02-01}$ – p -value 0,049). Entretanto, esperava-se que existisse relação significativa e positiva para o lucro líquido e negativa para o endividamento de curto prazo. O modelo encontrou relacionamento oposto ao esperado: negativo para lucro líquido e positivo para o endividamento de curto prazo. Isto pode ser um indício de que a administração não vê tal fato de forma otimista, mesmo aumentando seus lucros e diminuindo seu endividamento. A regressão teve um R_2 ajustado de 0,022, significando que estas variáveis apresentaram um poder de explicação de cerca de 2%. O modelo, portanto, não pôde confirmar a hipótese.

$$OTIMISTA_{2001_i} = -0,223_{(-0,02)} - 7,063_{(-1,77)} DLL_{01-00i} + 22,237_{(2,46)} DLIQUIDEZ_{01-00i} + 8,927_{(1,97)} DECP_{02-01i}$$

Este modelo também foi utilizado para testar a hipótese H_{0b} : Empresas com problemas tendem a apresentar relatórios neutros. Obteve-se uma relação significativa e positiva entre a variável NEUTRA2001 e a variação da liquidez ($DLIQUIDEZ_{01-00}$ - p -value 0,092) e negativa para a variação do endividamento de curto prazo ($DECP_{01-00}$ - p -value 0,088). O resultado encontrado dos sinais foi

contrário ao esperado, já que era esperada uma relação positiva entre ECP e negativa para as demais variáveis. O R_2 ajustado foi de 0,008, o que representa um fraco relacionamento entre as variáveis. A hipótese levantada não pôde ser corroborada.

$$NEUTRA_2001_i = 4,685 + 6,111 LIQUIDEZ_{01-00i} - 2,777 ECP_{01-00i}$$

(1,35) (1,69) (-1,71)

O Modelo 2, utilizado para testar H_{0c} : Relatórios otimistas são mais extensos, encontrou relação positiva e significativa entre as variáveis OTIMISTA2001 e PALAVRAS2001 (p -value 0,057) e FRASES2001 (p -value 0,000), e negativa para LETPAL2001 (p -value 0,004). A regressão apresentou um R_2 ajustado de 0,928. Isto significa dizer que existe uma relação alta e significativa entre o volume de informações divulgadas e o otimismo destas, o que corrobora com a hipótese levantada.

$$OTIMISTA_2001_i = -1,137 + 0,002 PALAVRAS_2001_i + 0,598 FRASES_2001_i - 0,023 LETPAL_2001_i$$

(-1,72) (1,91) (14,07) (-2,91)

O Modelo 3, foi utilizado para testar a hipótese H_{0d} : Relatórios pessimistas apresentam mais frases sobre o cenário econômico. Como resultado encontrou-se uma relação positiva e significativa entre as variáveis PESSIMISTA2001 e CONJUNTURA2001 (p -value 0,000), DESEMPENHO2001 (p -value 0,000), INVESTIMENTO2001 (p -value 0,004) e ENDIVIDAM2001 (p -value 0,005) e negativa para APRESENT2001 (p -value 0,009) e DIVIDENDOS2001 (p -value 0,075). O R_2 ajustado foi de 0,602. Este resultado corrobora com a hipótese do estudo, e representa um indício de que as companhias tratam do cenário econômico, do seu desempenho, investimentos e endividamentos de forma pessimista.

$$\begin{aligned}
 \text{PESSIMISTA_2001}_i = & 0,66 \text{APRESENT_2001}_i + 0,863 \text{CONJUNTURA_2001}_i + 0,322 \text{DESEMPENHO_2001}_i + \\
 & \text{(2,33)} \quad \text{(-2,61)} \quad \text{(19,37)} \quad \text{(9,21)} \\
 & + 0,103 \text{INVESTIMENTO_2001}_i - 0,342 \text{DIVIDENDOS_2001}_i + 0,261 \text{ENDIVIDAM_2001}_i \\
 & \text{(2,89)} \quad \text{(-1,78)} \quad \text{(2,79)}
 \end{aligned}$$

O Modelo 3, também foi utilizado para testar as hipóteses H_{0e} : Relatórios otimistas utilizam mais frases sobre o desempenho; e H_{0f} : Relatórios otimistas apresentam mais frases sobre reforma da administração. O resultado do teste mostrou uma relação significativa e positiva entre as variáveis OTIMISTA2001 e APRESENT2001 (p -value 0,001), DESCRICAO2001 (p -value 0,000), REFORMA2001 (p -value 0,000), DESEMPENHO2001 (p -value 0,000), INVESTIMENTO2001 (p -value 0,000) e PERSPECTIVA2001 (p -value 0,000), e negativa CAPITAL2001 (p -value 0,017). A regressão obteve um R_2 ajustado de 0,978, confirmando um alto relacionamento entre estas variáveis. Este resultado corrobora as hipóteses levantadas.

$$\begin{aligned}
 \text{OTIMISTA_2001}_i = & -1,095 \text{APRESENT_2001}_i + 0,466 \text{DESCRICAO_2001}_i + 1,056 \text{REFORMA_2001}_i + \\
 & \text{(-2,00)}_i \quad \text{(3,21)} \quad \text{(9,67)} \quad \text{(47,25)}_i \\
 & 0,519 \text{DESEMPENHO_2001}_i + 1,151 \text{INVESTIMENTO_2001}_i + 0,645 \text{DIVIDENDOS_2001}_i - 0,443 \text{CAPITAL_2001}_i \\
 & \text{(6,75)} \quad \text{(13,79)} \quad \text{(1,72)} \quad \text{(-2,40)} \\
 & + 1,677 \text{PERSPECTIVAS_2001}_i \\
 & \text{(13,75)}
 \end{aligned}$$

O Modelo 4 foi utilizado para testar H_{0g} : O tamanho do relatório depende do porte e de um menor endividamento da empresa. Como resultado desta regressão obteve-se uma relação positiva entre a variável PALAVRAS2001, o PL2002 (p -value 0,017) e o LL2001 (p -value 0,000). Apresentou-se, ainda, relação negativa entre a variável dependente e DLOGATIVO2001 (p -value 0,009). O R_2 ajustado foi de 0,093, representando um baixo poder de explicação. Como neste teste era esperada uma relação positiva e significativa entre as variáveis PALAVRA e ATIVO, PL e inversa ao

DECP, a hipótese não pôde ser confirmada, já que a variação do endividamento não se apresentou significativa e o ativo apresentou um sinal contrário ao esperado. Resultados semelhantes foram alcançados, utilizando-se as variáveis letras e frases.

$$PALAVRAS_2001_i = 1.314,869 + 0,000024PL_2002_i - 298,119DLOGATIVO_2001_i + 0,000076LL_2001_i$$

(13,55) (2,39) (-5,01) (2,63)

O Modelo 5, utilizado para testar as hipóteses H_{oh} , H_{oi} e H_{oj} , apresenta os seguintes resultados:

H_{oh} : Empresas com problemas tendem a apresentar mais frases sobre perspectivas futuras. Neste teste, verificou-se uma relação significativa e negativa entre a variável PERSPECTIVAS2001 e o DLOGATIVO2001 (p -value 0,014) e DLOGATIVO2000 (p -value 0,033). Pode-se inferir que as empresas que apresentam maior volume de frases sobre perspectivas nos RA de 2001, apresentaram ativos menores em 2002, o que corrobora à hipótese levantada.

$$PERSPECTIVAS_2001_i = 1.326,588 - 193,021DLOGATIVO_2001_i + 0,000224LL_2000_i + 0,000027PL_2000_i$$

(13,53) (-2,46) (3,48) (2,66)

$$- 97,430DLOGATIVO_2000_i$$

(-2,14)

H_{oi} : Empresas com dificuldades utilizam mais frases sobre a conjuntura econômica. Neste teste, também se verificou uma relação significativa e negativa entre a variável CONJUNTURA2001 e o DLOGATIVO2002 (p -value 0,003), o que permite inferir que as empresas que apresentam maior volume de frases sobre conjuntura nos RA de 2001, apresentaram ativos menores em 2002, o que corrobora à hipótese levantada.

$$CONJUNTURA2001_i = 2,904 - 0,626DLOGATIVO2002_i$$

(10,79) (-3,75)

H_{0j} : Relatórios com frases sobre perspectivas e investimentos tendem a apresentar maior desempenho futuro. Esta hipótese não pôde ser confirmada no estudo, visto que as empresas que abordam sobre PERSPECTIVAS e INVESTIMENTOS apresentaram relação negativa com as variáveis que representam o desempenho futuro – ATIVO e PL.

$$PERSPECTIVAS_2001_i = 2,202_{(10,44)} - 0,403_{(-3,04)} DLOGATIVO_2002_i - 0,000001_{(-1,87)} PL_2002_i + 0,000001_{(1,91)} PL_2003_i$$

$$INVESTIMENTO_2001_i = 3,313_{(10,45)} - 0,786_{(-3,84)} DLOGATIVO_2003_i - 0,000001_{(-1,83)} PL_2002_i + 0,000001_{(1,90)} PL_2003_i$$

5.5 Resultados *Cross Section* para o Ano de 2002

Esta subseção apresenta os resultados encontrados, no ano de 2002, para as hipóteses do estudo.

O Modelo 1, utilizado para testar a hipótese H_{0a} : Empresas após uma expansão prolongada apresentam relatórios otimistas, teve como variáveis significantes e positivas para a variação da liquidez ($DLIQUIDEZ_{01-00}$ - *p-value* 0,011), a variação do retorno do ativo ($DRSA_{03-02}$ - *p-value* 0,044) e negativa para a variação do lucro líquido (DLL_{01-00} - *p-value* 0,049), a variação do lucro líquido (DLL_{03-02} de 2002 para 2003 - *p-value* 0,069), e a variação do endividamento de curto prazo (de 2002 para 2003 - *p-value* 0,080). Era esperada a existência de relação significativa e positiva para o lucro líquido e negativa para o endividamento de curto prazo. O modelo encontrou relacionamento negativo para lucro líquido e para o endividamento de curto prazo. A regressão teve um R_2 ajustado de 0,032,

significando que estas variáveis apresentaram um baixo poder de explicação. O modelo, portanto, confirma parcialmente a hipótese.

$$\begin{aligned}
 OTIMISTA_2002_i &= 7,382 - 8,049 DLL_{01-00i} - 16,430 DLL_{03-02i} + 23,581 DLIQUIDEZ_{01-00i} \\
 &\quad (0,82) \quad (-1,97) \quad (-1,82) \quad (2,55) \\
 18,021 DRSA_{03-02i} &- 7,868 ECP_{03-02i} \\
 &\quad (2,02) \quad (-1,75)
 \end{aligned}$$

Este modelo foi utilizado também para testar a hipótese H_{0b} : Empresas com problemas tendem a apresentar relatórios neutros. Teve-se uma relação significativa e positiva entre a variável NEUTRA2002 e a variação do ativo ($DATIVO_{03-02}$ - p -value 0,020) e negativa entre a variação da liquidez ($DLIQUIDEZ_{01-00}$ - p -value 0,088). Era esperada uma relação positiva entre ECP e negativa para as demais variáveis. O R_2 ajustado foi de 0,017 o que representa um fraco relacionamento entre as variáveis. O resultado encontrado foi contrário ao esperado, sendo que a hipótese levantada não pôde ser corroborada.

$$\begin{aligned}
 NEUTRA_2002_i &= 8,405 + 4,748 DATIVO_{03-02i} - 3,480 DLIQUIDEZ_{03-02i} \\
 &\quad (4,67) \quad (2,34) \quad (-1,76)
 \end{aligned}$$

O Modelo 2, utilizado para testar H_{0c} : Relatórios otimistas são mais extensos, encontrou uma relação positiva e significativa entre as variáveis OTIMISTA2002 e FRASES2002 (p -value 0,000). O R_2 ajustado foi 0,942, significando existir um forte poder de explicação entre estas duas variáveis. Portanto, não se pode aceitar a hipótese levantada, já que a *proxy* PALAVRAS não se mostrou significativa. Porém, verificou-se o relacionamento entre a quantidade de frases e o otimismo, levando à conclusão de que o relatório tende a ser mais otimista.

$$\begin{aligned}
 OTIMISTA_2002_i &= -0,808 + 0,638 FRASES_2002_i \\
 &\quad (-1,36) \quad (75,57)
 \end{aligned}$$

O Modelo 3, foi utilizado para testar a hipótese H_{0d} : Relatórios pessimistas apresentam mais frases sobre o cenário econômico. Como resultado encontrou uma relação positiva e significativa entre as variáveis PESSIMISTA2002 e CONJUNTURA2002 (p -value 0,000), REFORMA2002 (p -value 0,025), DESEMPENHO2002 (p -value 0,000), AUDITORIA2002 (p -value 0,000) e ENDIVIDAM2002 (p -value 0,006) e negativa para CAPITAL2002 (p -value 0,002) e PERSPECTIVAS2002 (p -value 0,000). O R_2 ajustado foi de 0,781. Este resultado corrobora a hipótese, permitindo inferir que as companhias tratam do cenário econômico e do seu desempenho de forma pessimista.

$$\begin{aligned}
 PESSIMISTA_2002_i = & 0,452 + 0,883CONJUNTURA_2002_i + 0,028REFORMA_2002_i + 0,19DESEMPENHO_2002_i + \\
 & \quad (1,66) \quad (18,77) \quad (2,25) \quad (5,91) \\
 & 0,61AUDITORIA_2002_i - 0,401CAPITAL_2002_i + 0,314ENDIVIDAM_2002_i - 0,311PERSPECTIVAS_2002_i \\
 & \quad (4,46) \quad (-3,06) \quad (2,74) \quad (-3,98)
 \end{aligned}$$

O Modelo 3, também foi utilizado para testar as hipóteses H_{0e} : Relatórios otimistas utilizam mais frases sobre o desempenho; e H_{0f} : Relatórios otimistas apresentam mais frases sobre reforma da administração. O resultado do teste mostrou uma relação significativa entre as variáveis OTIMISTA2002 e, DESCRICAO2002 (p -value 0,000), CONJUNTURA2002 (p -value 0,072) REFORMA2002 (p -value 0,000), DESEMPENHO2002 (p -value 0,000), INVESTIMENTO2002 (p -value 0,000), ENDIVIDAM2002 (p -value 0,023), PERSPECTIVA2002 (p -value 0,000) e OUTRAS2002 (p -value 0,000) e negativa para CAPITAL2002 (p -value 0,001). A regressão obteve um R_2 ajustado de 0,979, confirmando um alto relacionamento entre estas variáveis. Este resultado corrobora as hipóteses levantadas.

$$\begin{aligned}
 OTIMISTA_2002_i = & 0,364 + 0,383DESCRICAQ_2002_i + 0,13CONJUNTURA_2002_i + 0,907REFORMA_2002_i + \\
 & (0,96)_i \quad (9,21) \quad (1,80) \quad (43,93) \\
 & 0,771DESEMPENHO_2002_i + 1,305INVESTIMENTO_2002_i - 0,686CAPITAL_2002_i + 0,412ENDIVIDAM_2002_i \\
 & (15,55) \quad (12,08) \quad (-3,35) \quad (2,27) \\
 & +1,215PERSPECTIVAS_2002_i + 0,379OUTRAS_2002_i \\
 & (9,70) \quad (17,29)
 \end{aligned}$$

O Modelo 4 foi utilizado para testar H_{0j} : O tamanho do relatório depende do porte e de um menor endividamento da empresa. Como resultado, teve-se uma relação negativa entre a variável PALAVRAS2002 e o DLOGATIVO2003 (p -value 0,000). Como era esperado encontrar uma relação positiva entre as variáveis PALAVRA e ATIVO, refutou-se a hipótese levantada.

$$PALAVRAS_2002_i = 1.430,643 - 359,656DLOGATIVO_2003_i + 0,000204LL_2003_i \\
 (12,48) \quad (-4,87) \quad (2,48)$$

O Modelo 5, utilizado para testar as hipóteses H_{0h} , H_{0i} e H_{0j} apresenta os seguintes resultados:

H_{0h} : Empresas com problemas tendem a apresentar mais frases sobre perspectivas futuras. Verificou-se, neste teste, uma relação significativa e positiva entre a variável PERSPECTIVAS2002 e o LL2003 (p -value 0,023) e negativa para DLOGATIVO2002 (p -value 0,000). Pode-se inferir que as empresas que apresentam maior volume de frases sobre perspectivas nos RA de 2002, apresentaram ativos menores, o que corrobora à hipótese levantada. Mas é interessante notar que elas apresentaram um maior lucro no ano seguinte, o que representa um indício de que a administração aborda este assunto com algum embasamento.

$$PERSPECTIVAS_2002_i = 1.426,191 - 320,562DLOGATIVO_2001_i \\
 (12,38) \quad (-4,55)$$

H_{0i} : Empresas com dificuldades utilizam mais frases sobre a conjuntura econômica. Verificou-se, neste teste, uma relação significativa e positiva entre a

variável CONJUNTURA2002 e o LL2003 (*p-value* 0,036) e negativa entre o DLOGATIVO2002 (*p-value* 0,000), o que se pode inferir que as empresas que apresentam maior volume de frases sobre conjuntura nos RA de 2002, apresentaram ativos menores, o que corrobora à hipótese levantada. Entretanto, estas empresas apresentaram maiores lucros no ano seguinte.

$$CONJUNTURA_2002_i = 3,725 + 0,000001LL_2003_{i,t} - 0,876DLOGATIVO_2002_i$$

(11,16) (2,10) (-4,18)

H_{0j}: Relatórios com frases sobre perspectivas e investimentos tendem a apresentar maior desempenho futuro. Esta hipótese não pôde ser confirmada no estudo, visto que as empresas que abordam sobre PERSPECTIVAS e INVESTIMENTOS apresentaram relação negativa com as variáveis que representam o desempenho futuro – ATIVO e PL.

$$PERSPECTIVAS_2002_i = 2,294 - 0,389DLOGATIVO_2003_i - 0,000001PL_2002_i - 0,000001PL_2003_i$$

(12,24) (-3,20) (-1,84) (1,90)

$$INVESTIMENTOS_2002_i = 2,514 - 0,600DLOGATIVO_2004_i$$

(7,90) (-2,94)

5.6 Resultados *Cross Section* para o Ano de 2003

Os resultados encontrados para as hipóteses do estudo, no ano de 2003, estão apresentados nesta subseção.

O Modelo 1, utilizado para testar a hipótese *H_{0a}*: Empresas após uma expansão prolongada apresentam relatórios otimistas, teve como variáveis significantes e positivas a variação da liquidez (DLIQUIDEZ₀₁₋₀₀ - *p-value* 0,005), e (DLIQUIDEZ₀₄₋₀₃ - *p-value* 0,007), a variação do retorno do ativo (DRSA₀₂₋₀₁ - *p-value*

0,040) e $DRSA_{03-02}$ - p -value 0,010) e negativa para a variação do lucro líquido (DLL_{03-02} - p -value 0,037) e a variação do endividamento de curto prazo ($DECP_{01-00}$ - p -value 0,040 e $DECP_{03-02}$ - p -value 0,041). A regressão teve um R_2 ajustado de 0,056, significando que estas variáveis apresentaram um baixo poder de explicação. Era esperada a existência de relação significativa e positiva para o lucro líquido e negativa para o endividamento de curto prazo. O modelo encontrou relacionamento negativo para lucro líquido e para o endividamento de curto prazo, portanto, confirma parcialmente a hipótese.

$$\begin{aligned}
 OTIMISTA_{2003_i} = & -6,694_{(-0,61)} - 21,376_{(-2,09)} DLL_{03-02_i} + 30,372_{(2,85)} DLIQUIDEZ_{01-00_i} + 12,429_{(2,69)} DLIQUIDEZ_{04-03_i} \\
 & + 10,199_{(2,06)} DRSA_{02-01_i} + 27,070_{(2,60)} DRSA_{03-02_i} - 9,745_{(-2,06)} DECP_{01-00_i} - 10,412_{(-2,05)} DECP_{03-02_i}
 \end{aligned}$$

Este mesmo modelo foi utilizado para testar a hipótese H_{0b} : Empresas com problemas tendem a apresentar relatórios neutros. Obteve-se uma relação significativa e positiva entre a variável NEUTRA2003 e a variação da liquidez ($DLIQUIDEZ_{01-00}$ - p -value 0,050), a variação do retorno sobre o ativo ($DRSA_{02-01}$ - p -value 0,100 e $DRSA_{03-02}$ - p -value 0,008) e a variação da liquidez ($DLIQUIDEZ_{04-03}$ - p -value 0,000) e negativa para a variação do lucro líquido (DLL_{03-02} - p -value 0,004) e para a variação do endividamento de curto prazo ($DECP_{03-02}$ - p -value 0,077). Era esperada uma relação positiva entre ECP e negativa para as demais variáveis. O R_2 ajustado foi de 0,054 o que representa um fraco relacionamento entre as variáveis. O resultado encontrado foi negativo para o endividamento e positivo para quase todas as demais variáveis, o que se leva a refutar a hipótese levantada.

$$\begin{aligned}
 NEUTRA_{2003_i} = & 1,104_{(0,23)} + 8,892_{(1,96)} DLIQUIDEZ_{01-00_i} + 3,513_{(1,64)} DRSA_{02-01_i} - 12,945_{(-2,93)} DLL_{03-02_i} \\
 & + 12,001_{(2,67)} DRSA_{03-02_i} - 3,880_{(-1,77)} DECP_{03-02_i} + 7,211_{(3,61)} DLIQUIDEZ_{04-03_i}
 \end{aligned}$$

O Modelo 2, utilizado para testar H_{0c} : Relatórios otimistas são mais extensos, encontrou uma relação positiva e significativa entre as variáveis OTIMISTA2003 e LETRAS2003 (p -value 0,000) e FRASES2003 (p -value 0,040), e negativa para PALAVRAS2003 (p -value 0,054) e GRAFTAB2003 (p -value 0,000). A regressão apresentou um R_2 ajustado de 0,928, significando existir um forte poder de explicação entre estas variáveis. Portanto, não se pode aceitar a hipótese levantada, já que a *proxy* PALAVRAS apresentou uma relação inversa. Porém, verificou-se o relacionamento entre a quantidade de frases e o otimismo, o que permite concluir que o relatório tende a ser mais otimista.

$$\begin{aligned} OTIMISTAS_2003_i = & -3,489 - 0,019 PALAVRAS_2003_i + 0,719 FRASES_2003_i + 0,004 LETRAS_2003_i \\ & (-4,87) \quad (-1,93) \quad (20,5) \quad (2,05) \\ & - 0,902 GRAFTAB_2003_i \\ & (-5,52) \end{aligned}$$

O Modelo 3, foi utilizado para testar a hipótese H_{0d} : Relatórios pessimistas apresentam mais frases sobre o cenário econômico. Como resultado encontrou uma relação positiva e significativa entre as variáveis PESSIMISTA2003 e CONJUNTURA2003 (p -value 0,000), DESEMPENHO2003 (p -value 0,000) e OUTRAS2003 (p -value 0,002) e negativa para CAPITAL2003 (p -value 0,001) e ENDIVIDAM2003 (p -value 0,088). O R_2 ajustado foi de 0,835. Este resultado mostra que as companhias tratam do cenário econômico e do seu desempenho de forma pessimista.

$$\begin{aligned} PESSIMISTA_2003_i = & 0,859 + 0,353 CONJUNTURA_2003_i + 0,316 DESEMPENHO_2003_i - 0,381 CAPITAL_2003_i \\ & (3,60) \quad (8,45) \quad (11,07) \quad (-3,32) \\ & + 0,155 ENDIVIDAM_2003_i + 0,088 OUTRAS_2003_i \\ & (-1,71) \quad (3,17) \end{aligned}$$

O Modelo 3, também foi utilizado para testar as hipóteses H_{0e} : Relatórios otimistas utilizam mais frases sobre o desempenho; e H_{0f} : Relatórios otimistas

apresentam mais frases sobre reforma da administração. O resultado do teste mostrou uma relação significativa entre as variáveis OTIMISTA2003 e DESCRICAO2003 (*p-value* 0,000), CONJUNTURA2003 (*p-value* 0,000) REFORMA2003 (*p-value* 0,000), DESEMPENHO2003 (*p-value* 0,000), INVESTIMENTO2003 (*p-value* 0,000), ENDIVIDAM2003 (*p-value* 0,000), PERSPECTIVA2003 (*p-value* 0,000) e OUTRAS2003 (*p-value* 0,009), e negativa para APRESENT2003 (*p-value* 0,000) e CAPITAL2003 (*p-value* 0,000). A regressão obteve um R_2 ajustado de 0,973, confirmando um alto relacionamento entre estas variáveis. Este resultado corrobora as hipóteses levantadas.

$$\begin{aligned}
 OTIMISTA_2003_i = & -0,622 - 0,814APRESENT_2003_i + 0,359DESCRICA\O_2003_i + 0,774CONJUNTURA_2003_i + \\
 & (-0,90) \quad (-2,49) \quad (7,48) \quad (8,82) \\
 & 1,084REFORMA_2003_i + 0,596DESEMPENHO_2003_i + 0,806INVESTIMENTO_2003_i + 2,343DIVIDENDOS_2003_i \\
 & (34,27) \quad (9,55) \quad (6,06) \quad (5,91) \\
 & -1,431CAPITAL_2003_i + 0,946ENDIVIDAM_2003_i + 1,422PERSPECTIVAS_2003_i + 0,163OUTRAS_2003_i \\
 & (-5,75) \quad (4,96) \quad (10,48) \quad (2,64)
 \end{aligned}$$

O Modelo 4 foi utilizado para testar H_{0g} : O tamanho do relatório depende do porte e de um menor endividamento da empresa. Como resultado, teve-se uma relação positiva entre a variável PALAVRAS2003 e o LL2003 (*p-value* 0,001) e negativa para DLOGATIVO2003 (*p-value* 0,000) e para a variação do endividamento de curto prazo ($DECP_{03-02}$ *p-value* 0,093). Como era esperado encontrar uma relação positiva entre as variáveis PALAVRAS e ATIVO e negativa para a DECP, a hipótese levantada fica confirmada parcialmente, sendo que um menor endividamento interfere no tamanho do relatório de 2003. A hipótese de que o porte da empresa interfere no tamanho do relatório não pôde ser confirmada.

$$PALAVRAS_2003_i = 1,749,135 - 384,153DLOGATIVO_2003_i - 487,627DEPC_{03-02}_i + 0,000474LL_2003_i$$

(11,26)
(-4,56)
(-1,68)
(3,31)

Os resultados *cross section* dos três anos do estudo confirmaram integralmente cinco das dez hipóteses levantadas neste estudo: (H_{0d}) Relatórios pessimistas apresentam mais frases sobre o cenário econômico; (H_{0e}) Relatórios otimistas utilizam mais frases sobre o desempenho; (H_{0f}) Relatórios otimistas apresentam mais frases sobre reforma da administração; (H_{0h}) Empresas com problemas tendem a apresentar mais frases sobre perspectivas futuras; e (H_{0i}) Empresas com dificuldades utilizam mais frases sobre a conjuntura econômica. Duas tiveram refutação total: (H_{0a}) Empresas após uma expansão prolongada apresentam relatórios otimistas; e (H_{0b}) Empresas com problemas tendem a apresentar relatórios neutros. Finalmente, das outras três hipóteses teve-se ao menos uma confirmação em algum dos anos estudados: (H_{0c}) Relatórios otimistas são mais extensos; (H_{0g}) O tamanho do relatório depende do porte e de um menor endividamento da empresa; (H_{0j}) Relatórios com frases sobre perspectivas e investimentos tendem a apresentar maior desempenho futuro.

6 CONCLUSÕES

O objetivo das demonstrações contábeis, quando publicadas, é o de informar aos usuários sobre a situação econômico-financeira das entidades. O Relatório da Administração, embora não faça parte das demonstrações, é obrigatório por lei e considerado como um veículo importante de divulgação, por ser de maior alcance. Portanto, torna-se relevante saber, por exemplo, se as informações divulgadas pelas empresas que necessitam de recursos externos evidenciam de forma confiável sua situação.

Assim, o objetivo deste estudo foi o de verificar quais variáveis afetariam as informações divulgadas no Relatório da Administração das companhias abertas brasileiras. Buscou-se na literatura acadêmica estudos, com o objetivo de subsidiar a elaboração das hipóteses a serem testadas, se elas se corroborariam na realidade brasileira.

Foi selecionada para o estudo uma amostra aleatória de 350 empresas de capital aberto, listadas na CVM, nos anos de 2001 a 2003. Assim, realizaram-se regressões *cross section* pelo método *backward*, com o objetivo de se refutar as dez hipóteses levantadas neste estudo.

Para o estudo foram utilizadas variáveis extraídas dos RA e de desempenho financeiro das empresas. Para tornar as informações do RA testáveis, utilizou-se a técnica denominada de análise de conteúdo, sendo que na Análise Qualitativa dos RA cada frase foi classificada em otimista, pessimista ou neutra e quanto ao assunto tratado (apresentação/conclusão, descrição do negócio, conjuntura econômica, reforma da administração, desempenho, auditoria, investimento, dividendos, capital, endividamento, perspectivas ou outras informações). Pela Análise Quantitativa dos

RA obtiveram-se as quantidades de letras (LETRAS), palavras (PALAVRAS), frases (FRASES) e gráficos ou tabelas (GRAFTAB), utilizando-se a ferramenta de “contar palavras” do editor de texto. A partir destas informações, pôde-se calcular o número médio de palavras em cada frase (PALFRA), o número de letras por frase (LETFRA) e o número de letras por palavra (LETPAL), sendo que estas variáveis foram utilizadas como *proxies* de volume de informações. O desempenho financeiro foi composto pelas seguintes informações quantitativas: 1. Ativo (ATIVO); 2. Lucro Líquido (LL); 3. Liquidez (LIQUIDEZ); 4. Patrimônio Líquido (PL); 5. Retorno do Ativo (RSA), 6. Endividamento de Curto Prazo (ECP), sendo que estes dados foram extraídos de demonstrações contábeis publicadas pela CVM, na *Internet*.

Os resultados encontrados, nos três anos do estudo, confirmaram integralmente cinco das dez hipóteses levantadas neste estudo. Duas tiveram refutação total e das outras três teve-se ao menos uma confirmação em algum dos anos estudados. Confirmaram-se as seguintes hipóteses: (1) Relatórios pessimistas apresentam mais frases sobre o cenário econômico; (2) Relatórios otimistas utilizam mais frases sobre o desempenho; (3) Relatórios otimistas apresentam mais frases sobre reforma da administração; (4) Empresas com problemas tendem a apresentar mais frases sobre perspectivas futuras; e (5) Empresas com dificuldades utilizam mais frases sobre a conjuntura econômica.

Desta forma, observa-se a existência de viés nas informações divulgadas neste relatório, que pode prejudicar a análise dos usuários, ou mesmo, distorcer a percepção dos investidores. Percebe-se que a administração parece apresentar o cenário econômico de forma pessimista, assim como quem culpa o ambiente econômico por seu desempenho inferior ao esperado. Da mesma forma, os relatórios analisados também tenderam a apresentar mais frases sobre perspectivas

futuras. Outra observação que se pôde obter é que a administração tende a ser otimista ao apresentar suas reformas, como quem recebe os méritos pelo trabalho desenvolvido. Percebe-se, portanto, que dos problemas apresentados por Lauretti (2003), os mais comuns na realidade brasileira, que se pôde perceber, são o mutismo dos RA (cerca de 30% da amostra analisada apresentaram relatórios com até 10 palavras em 2003) e o fato de a administração adquirir os louros dos bons resultados e culpar a conjuntura econômica pelos maus resultados.

Os assuntos mais abordados nos RA foram as reformas da administração, a descrição dos negócios e o desempenho. Os assuntos menos tratados foram auditoria e distribuição de dividendos.

Como limitações da pesquisa, têm-se:

- a técnica de análise de conteúdo traz certa subjetividade na apuração dos resultados, já que depende do conhecimento dos analistas sobre o assunto estudado;
- embora a amostra da pesquisa represente cerca de 50% da população, é importante não tornar as conclusões como algo determinístico, sendo que as generalizações podem ser errôneas.
- a utilização de um período de tempo maior, também seria conveniente, já que poderia se utilizar as regressões em *panel data* (dados em painel), o que traria somente uma conclusão final, ao contrário das regressões em *cross section* que apresentam conclusões que podem se alterar de um ano para o outro.

Para pesquisas futuras, sugere-se a utilização de novas técnicas de estudos para informações qualitativas, bem como de *softwares* que façam análises de conteúdo, para que se verifique o resultado alcançado. Sugere-se ainda, a utilização de outras variáveis, bem como o teste de novas hipóteses pode ser relevante. A utilização da técnica de análise de conteúdo também pode ser utilizada em outros relatórios divulgados pelas empresas, com o objetivo de verificar as informações evidenciadas pelas mesmas.

REFERÊNCIAS

ARGOLO, Andressa; BATISTA, Celso; MOURA, Iraildo José Lopes de. **Disclosure nas grandes empresas brasileiras**. Disponível em:

<<http://iraildojose.vila.uol.com.br/disclosure.html>>. Acesso em 03 jun. 2005.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e Análise de Balanços**. São Paulo: Atlas, 2002.

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, pp. 33-68, 1997.

BOO, El'Fred; SIMNETT, Roger. The Information Content of Management's Prospective Comments in Financially Distressed Companies: A Note. **ABACUS**, v. 38 n.2, p. 280-295, 2002.

BRASIL. Lei das Sociedades por Ações. Lei 6.404, de 15.12.1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Publicada no Diário Oficial da União em 17.12.77. Disponível em <www.planalto.gov.br/>. Acesso em: 12 ago. 2004.

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.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; MARCUS, Alan J. **Fundamentos da Administração Financeira**. Tradução de Robert Brian Taylor. 3 ed. Rio de Janeiro: McGraw-Hill Irvin, 2002.

BRYAN, Stephen H. Incremental Information Content of Required Disclosure Contained in Management Discussion and Analysis. **The Accounting Review**, v. 72, n. 2, p.285-301, 1997.

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

BUDD, Richard W.; THORP, Robert K.; DONOHEW, Lewis. **Content Analysis of Communications**. New York: Macmillan, 1967.

CARNEY, Thomas F. **Content Analysis: A technique for systematic inference from communications**. Canada: University of Manitoba, 1972.

CAVALCANTE FILHO, Francisco da Silva; MISUMI, Jorge Yoshio. **Mercado de Capitais**. Belo Horizonte: CNBV, 1998.

COLARES, Marcelle; PONTE, Vera Maria Rodrigues. A Prática da Evidenciação de Informações Avançadas e Não Obrigatórias nas Demonstrações Contábeis das Empresas Brasileiras. In: XXVII EnANPAD, 2003, São Paulo. **Anais...** São Paulo: ANPAD, 2003. CD-ROM.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE (CFC). **Princípios Fundamentais e Normas Brasileiras de Contabilidade**. NBCT – 1. Brasília: CFC, 2000.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Parecer de Orientação CVM Nº 15**, de 28 de dezembro de 1987. Disponível em <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 26 nov. 2004.

_____. **Cadernos CVM**. Disponível em <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 09 mai. 2005.

_____. **Instrução CVM Nº 31**, de 08 de fevereiro de 1984. Disponível em <<http://www.societario.com.br/leis-cvm/cvm31.html>>. Acesso em: 09 mai. 2005.

_____. **Instrução CVM Nº 308**, de 14 de maio de 1999. Disponível em <<http://www.cnb.org.br/html/legisla.html>>. Acesso em: 09 mai. 2005.

_____. **Instrução CVM Nº 351**, de 24 de abril de 2001. Disponível em <<http://www.cnb.org.br/CNBV/instrucoes/ins351-2001.htm>>. Acesso em: 05 mai. 2005.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de Empresas: “Valuation”**. Tradução de Allan Vidigal Hastings. 3 ed. São Paulo: Makron Books, 2000.

D’AVENI, Richard A.; MACMILLAN, Ian C. Crisis and the content of Managerial Communications: a study of the focus of attention of top managers in surviving and failing firms. **Administrative Science Quarterly**, v. 35, n.4, p.1-21, dezembro, 1990.

DANTAS, José Alves; ZENDERSKY, Humberto Carlos; NIYAMA, Jorge Katsumi. A Dualidade entre os Benefícios do Disclosure e a Relutância das Organizações em Aumentar o Grau de Evidenciação. In: XXVIII EnANPAD, 2004, Curitiba. **Anais...** Paraná: ANPAD, 2004. CD-ROM.

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

FALCÃO, Eduardo. Divulgação em demonstrações contábeis de companhias abertas. **Boletim do Ibracon**, São Paulo, n. 205, p. 5-10, jun. 1995.

FREITAS, Henrique; JANISSEK, Raquel. **Análise Léxica e Análise de Conteúdo**: técnicas complementares, seqüenciais e recorrentes para exploração de dados qualitativos. Porto Alegre: Editora Sagra Luzzatto, 2000.

GELB, David S. e STRAWSER, Joyce A. Corporate Social Responsibility and Financial Disclosure: an alternative explanation for increased disclosure. **Journal of Business Ethics**, v. 33, p. 1-13, 2001.

GONÇALVES, Odair; OTT, Ernani. A Evidenciação nas Companhias Brasileiras de Capital Aberto. In: XXVI EnANPAD, 2002, Salvador. **Anais...** Bahia: ANPAD, 2002. CD-ROM.

GUAGLIARDI, José Rafael. **A Evidenciação de Informações em Companhias Abertas: um estudo exploratório**. 1987. 281 p. Tese de Doutorado – Curso de Doutorado em Contabilidade. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA/USP), São Paulo, 1987.

GUJARATI, Damodar N. **Econometria básica**. 3 ed. São Paulo: Makron Books, 2000.

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

HOUGHTON, Keith A. The measurement of meaning in accounting: a critical analysis of the principal evidence. **Accounting Organizations and Society**. v.13, n.3, p.263-280, 1988.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). Disponível em <www.ibgc.org.br/ibConteúdo.asp?IDArea=2>. Acesso em 06 abr. 2004.

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

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

LAMBERT, Richard A. Contracting theory and accounting. **Journal of Accounting and Economics**. v. 32, p. 3-87, 2001.

LAURETTI, Lélío. **Relatório Anual**. Veículo por excelência da comunicação institucional. 2 ed. São Paulo: Saraiva, 2003.

LEDER, Michelle. *Financial fine print*. New York: Wiley, 2003

LIMA, Edilberto Carlos Pontes. Problema de Agência: teoria e aplicações. **UnB Contábil**, Brasília, v.2, n.1, p.149-153, 1999.

LIMA, João Batista Nast de; TERRA, Paulo Renato Soares. A Reação do Mercado de Capitais Brasileiro à Divulgação das Informações Contábeis. In: XXVIII EnANPAD, 2004, Curitiba. **Anais...** Paraná: ANPAD, 2004. CD-ROM.

MAFRA, Mário Allan Ferraz; NESS JR., Walter Lee. O Relatório da Administração no Brasil: peça de informação ou de ficção. In: XXVII EnANPAD, 2002, Salvador. **Anais...** Bahia: ANPAD, 2002. CD-ROM.

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Análise de Conteúdo**. USP, 2005. Disponível em: <<http://www.eac.fea.usp.br/metodologia/analise.htm>>. Acesso em 04 jul. 2005.

MOSQUERA, Roberto Quiroga. **Aspectos atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais**. São Paulo: Dialética, 1999.

MOST, Kenneth. **Accounting Theory**. Tradução para a língua portuguesa. Rio de Janeiro, FGV, 1988.

NAKAGAWA, Masayuki. **Controladoria e Contabilidade em Contexto da Governança das Organizações e da Responsabilidade Social**. FIPECAFI, 2003. Disponível em <www.eac.fea.usp.br/docentes>. Acesso em 06 abr. 2004.

NIYAMA, Jorge Katsumi. **Contribuição à avaliação do nível de qualidade da evidenciação contábil das empresas pertencentes ao Sistema Financeiro Habitacional – SFH**. 1989. 310 p. Tese de Doutorado – Curso de Doutorado em Contabilidade. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA/USP), São Paulo, 1989.

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**. 1999. Tese de Doutorado – Curso de Doutorado em Administração. Escola de Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (PPGA/EA/UFRGS), Porto Alegre, 1999.

PAVA, Moses L.; EPSTEIN, Marc J. How good is MD&A as an investment tool? **Journal of Accountancy**, v. 175, n. 3, p. 51-53, 1993.

POPPER, Karl Raymund. **Conjecturas e Refutações – O progresso do conhecimento científico**. Brasília: Universidade de Brasília, 1994.

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.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIEL, Randolph W; JAFFE, Jeffrey F. **Administração Financeira**. Corporate Finance. Tradução de Antônio Zoratto Sanvicente. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2002.

SALOMON, Délcio Vieira. **Como fazer uma monografia**. São Paulo: Martins Fontes, 2001.

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.

SROUR, Gabriel. **Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa: Um Estudo sobre a Conduta e a Performance das Firms Brasileiras**. Disponível em <www.riskcontrol.com.br/seminarios.pdf>. Acesso em 05 jun. 2005.

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

SULLIVAN, M. Cathy; BENKE Jr. Ralph L. Comparing Introductory Financial Accounting Textbooks. **Journal of Accounting Education**, v. 15, n. 2, p. 181-220, 1997.

SUNDER, Shyam. Knowing What Others Know: common knowledge, accounting and capital markets. **Journal of Management Accounting Research**, v.16, p. 305-319, 2002.

VIEGAS, Waldir. **Fundamentos de Metodologia Científica**. Brasília: Paralelo 15, Editora Universidade de Brasília, 1999.

VILHENA, Leonardo de Almeida. Análise da Relação entre Desempenho e Responsabilidade Social das Empresas. **UnB Contábil**, Brasília, v.5, n.2, p.9-24, 2002.

YOUNG, Danqing; GUENTHER, David A. Financial Reporting Environments and International Capital Mobility. **Journal of Accounting Research**, v.41, n. 3, p. 553-579, 2002.

YUTHAS, Kristi et al. Communicative Action and Corporate Annual Reports. **Journal of Business Ethics**, v. 41, p. 141, 2002.

WATSON, Anna et al. Voluntary Disclosure of Accounting Ratios in the UK. **British Accounting Review**, v. 34, p. 289-313, 2002.

WESTON, J. Fred; BRIGHAM, Eugene F. **Fundamentos da Administração Financeira**. Tradução de Sidney Stancatti. 10 ed. São Paulo: Makron Books, 1993.

APÊNDICES

APÊNDICE A – Variáveis de Desempenho Financeiro

$ATIVO_{i,t}$ = ativo total da empresa i, na data t

$DLOGATIVO_{i,t}$ = diferenciação do logaritmo da variável (ATIVO)

$DATIVO_{01-00}$ = variável *dummy* referente ao ativo da empresa; caso o ativo de 31/12/2001 seja maior que o ativo de 31/12/2000 a variável *dummy* assume valor unitário;

$DATIVO_{02-01}$ = variável *dummy* referente ao ativo da empresa; caso o ativo de 31/12/2002 seja maior que o ativo de 31/12/2001 a variável *dummy* assume valor unitário;

$DATIVO_{03-02}$ = variável *dummy* referente ao ativo da empresa; caso o ativo de 31/12/2003 seja maior que o ativo de 31/12/2002 a variável *dummy* assume valor unitário;

$DATIVO_{04-03}$ = variável *dummy* referente ao ativo da empresa; caso o ativo de 31/12/2004 seja maior que o ativo de 31/12/2003 a variável *dummy* assume valor unitário;

$DATIVO_{02-01}$ = variável *dummy* referente ao ativo da empresa; caso o ativo de 31/12/2002 seja maior que o ativo de 31/12/2001 a variável *dummy* assume valor unitário;

$LL_{i,t}$ = lucro líquido da empresa i, na data t

DLL_{01-00} = variável *dummy* do lucro líquido (LL); caso LL de 2001 seja maior que o LL de 2000, $DLL_{01-00} = 1$;

DLL_{02-01} = variável *dummy* do lucro líquido (LL); caso LL de 2002 seja maior que o LL de 2001, $DLL_{02-01} = 1$;

DLL_{03-02} = variável *dummy* do lucro líquido (LL); caso LL de 2003 seja maior que o LL de 2002, $DLL_{03-02} = 1$;

DLL_{04-03} = variável *dummy* do lucro líquido (LL); caso LL de 2004 seja maior que o LL de 2003, $DLL_{04-03} = 1$;

$LIQUIDEZ_{i,t}$ = relação entre o ativo circulante e o passivo circulante da empresa i, na data t

$DLIQUIDEZ_{01-00}$ = variável *dummy* da liquidez corrente (LIQUIDEZ), sendo igual a uma unidade se a liquidez de 31/12/2001 for superior a de 31/12/2000;

$DLIQUIDEZ_{02-01}$ = variável *dummy* da liquidez corrente (LIQUIDEZ), sendo igual a uma unidade se a liquidez de 31/12/2002 for superior a de 31/12/2001;

$DLIQUIDEZ_{03-02}$ = variável *dummy* da liquidez corrente (LIQUIDEZ), sendo igual a uma unidade se a liquidez de 31/12/2003 for superior a de 31/12/2002;

$DLIQUIDEZ_{04-03}$ = variável *dummy* da liquidez corrente (LIQUIDEZ), sendo igual a uma unidade se a liquidez de 31/12/2004 for superior a de 31/12/2003;

$PL_{i,t}$ = patrimônio líquido da empresa i, na data t

DPL_{01-00} = variável *dummy* do patrimônio líquido (PL), sendo igual a um quando o valor de 31/12/2001 for maior ao de 31/12/2000;

DPL_{02-01} = variável *dummy* do patrimônio líquido (PL), sendo igual a unidade quando o valor de 31/12/2002 for superior ao de 31/12/2001;

DPL_{01-00} = variável *dummy* do patrimônio líquido (PL), sendo igual a unidade quando o valor de 31/12/2002 for superior ao de 31/12/2001;

DPL_{01-00} = variável *dummy* do patrimônio líquido (PL), sendo igual a unidade quando o valor de 31/12/2002 for superior ao de 31/12/2001;

$RSA_{i,t}$ = retorno sobre o ativo da empresa i, na data t, calculado pela relação entre o lucro líquido e o ativo na

$DRSA_{00-01}$ = variável *dummy* do RSA de 2001, sendo igual a 1 quando $RSA_{01} > RSA_{00}$;

$DRSA_{02-01}$ = variável *dummy* do RSA de 2002, sendo igual a 1 quando $RSA_{02} > RSA_{01}$;

$DRSA_{03-02}$ = variável *dummy* do RSA de 2003, sendo igual a 1 quando $RSA_{03} > RSA_{02}$;

$DRSA_{04-03}$ = variável *dummy* do RSA de 2004, sendo igual a 1 quando $RSA_{04} > RSA_{03}$;

$ECP_{i,t}$ = endividamento de curto prazo da empresa i, na data t, calculado pela relação do passivo circulante e o

$DECP_{01-00}$ = variável *dummy* da relação entre o passivo circulante e o ativo (ECP), ambos de 31/12/2001, sendo igual a 1 quando for maior que o mesmo indicador de 31/12/2000;

$DECP_{02-01}$ = variável *dummy* da relação entre o passivo circulante e o ativo (ECP), ambos de 31/12/2002, sendo igual a 1 quando for maior que o mesmo indicador de 31/12/2001;

$DECP_{03-02}$ = variável *dummy* da relação entre o passivo circulante e o ativo (ECP), ambos de 31/12/2003, sendo igual a 1 quando for maior que o mesmo indicador de 31/12/2002;

$DECP_{04-03}$ = variável *dummy* da relação entre o passivo circulante e o ativo (ECP), ambos de 31/12/2004, sendo igual a 1 quando for maior que o mesmo indicador de 31/12/2003;

APÊNDICE B – Resultado de H_{0a}: Empresas após uma expansão prolongada apresentam relatórios otimistas

Cross Section 2001

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				Sig. F Change	DW
				R Square Change	F Change	df1	df2		
0,175863	0,030928	0,022525	36,82087	-0,00582	2,085371	1	345	0,149624	1,83

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-0,223205	9,693112		-0,023027	0,982
dli01_00	-7,063177	3,974927	-0,094774	-1,776932	0,076
dliquidez01_00	22,237097	9,028531	0,132067	2,462981	0,014
decp02_01	8,927670	4,518782	0,105298	1,975680	0,049

Cross Section 2002

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				Sig. F Change	DW
				R Square Change	F Change	df1	df2		
0,215218	0,046319	0,032457	37,45863	-0,00674	2,43968	1	343	0,119222	1,84

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	7,382351	8,997558		0,820484	0,413
dli01_00	-8,049083	4,072504	-0,105624	-1,976445	0,049
dli03_02	-16,430220	9,005828	-0,212834	-1,824399	0,069
dliquidez01_00	23,581918	9,223980	0,136969	2,556588	0,011
drsa03_02	18,021899	8,914965	0,235248	2,021533	0,044
decp03_02	-7,868035	4,482495	-0,092900	-1,755280	0,080

Cross Section 2003

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				Sig. F Change	DW
				R Square Change	F Change	df1	df2		
0,274021	0,075088	0,056157	42,17765	-0,00716	2,659437	1	341	0,10386	1,74

	Unstandardized Coefficients		Standardized	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-6,694674	10,964149		-0,610597	0,542
dII03_02	-21,376611	10,211197	-0,242896	-2,093448	0,037
dliquidez01_00	30,372714	10,646049	0,154743	2,852957	0,005
dliquidez04_03	12,429272	4,606117	0,142413	2,698427	0,007
drsa02_01	10,199206	4,938150	0,115522	2,065390	0,040
drsa03_02	27,070103	10,406689	0,309955	2,601222	0,010
decp01_00	-9,745284	4,717008	-0,110619	-2,065988	0,040
decp03_02	-10,412613	5,067961	-0,107843	-2,054596	0,041

APÊNDICE C – Resultado de H_{ob} : Empresas com problemas tendem a apresentar relatórios neutros

Cross Section 2001

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				Sig. F Change	DW
				R Square Change	F Change	df1	df2		
0,11709	0,01371	0,008025	14,6395	-0,00398	1,400364	1	346	0,237475	1,72

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.
(Constant)	4,685170	3,461148		1,353646	0,177
dliquidez01_00	6,111128	3,615650	0,091961	1,690188	0,092
dec01_00	-2,777689	1,622844	-0,093127	-1,711618	0,088

Cross Section 2002

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				Sig. F Change	DW
				R Square Change	F Change	df1	df2		
0,151264	0,022881	0,017249	18,36891	-0,00623	2,220311	1	346	0,137117	1,75

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.
(Constant)	8,405441	1,796553		4,678648	0,000
dativo03_02	4,748853	2,026637	0,124576	2,343218	0,020
dliquidez03_02	-3,480781	1,973731	-0,093759	-1,763554	0,079

Cross Section 2003

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				Sig. F Change	DW
				R Square Change	F Change	df1	df2		
0,265347	0,070409	0,054148	18,25435	-0,00394	1,455332	1	342	0,228508	1,68

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.
(Constant)	1,104126	4,737764		0,233048	0,816
dliquidez01_00	8,892284	4,526742	0,104789	1,964390	0,050
drsa02_01	3,513261	2,130035	0,092042	1,649391	0,100
dli03_02	-12,945938	4,407271	-0,340246	-2,937405	0,004
drsa03_02	12,001985	4,495024	0,317863	2,670060	0,008
dec03_02	-3,880414	2,191158	-0,092959	-1,770942	0,077
dliquidez04_03	7,211246	1,993354	0,191114	3,617644	0,000

APÊNDICE D – Resultado de H_{0c} : Relatórios otimistas são mais extensos

Cross Section 2001

Change Statistics									
R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	DW
,964(e)	0,929	0,928	10,00106	0	0,609	1	345	0,436	1,91

Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-1,137	0,661	-1,72	0,086
palavras2001	0,002	0,001	0,116	1,911
frases2001	0,598	0,042	0,851	14,079
letpal2001	-0,023	0,008	-0,043	2,914

Cross Section 2002

Change Statistics									
R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	DW
,971(g)	0,943	0,942	9,1398	0	0,255	1	347	0,614	1,98

Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-0,808	0,59	-1,369	0,172
frases2002	0,638	0,008	0,971	75,57

Cross Section 2003

Change Statistics									
R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	DW
,970(d)	0,942	0,941	10,5435	0	2,195	1	344	0,139	1,797

Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-3,489	0,715	-4,877	0,000
palavras2003	-0,019	0,01	-0,968	1,933
frases2003	0,719	0,035	1,01	20,506
letras2003	0,004	0,002	1,01	2,058
graftab2003	-0,902	0,163	-0,111	5,529

APÊNDICE E – Resultado de H_{0d} : Relatórios pessimistas apresentam mais frases sobre o cenário econômico

Cross Section 2001

										Change Statistics			
R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	DW				
,779(h)	0,607	0,602	3,66103	-0,003	2,27	1	343	0,133	1,73				

		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
(Constant)		0,66	0,283		2,33	0,020
apresent2001		-0,361	0,138	-0,058	-2,612	0,009
conjuntura2001		0,863	0,045	0,602	19,371	0,000
desempenho2001		0,322	0,035	0,326	9,212	0,000
investimento2001		0,103	0,036	0,076	2,897	0,004
dividendos2001		-0,342	0,191	-0,049	-1,786	0,075
endividam2001		0,261	0,093	0,081	2,797	0,005

Cross Section 2002

										Change Statistics			
R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	DW				
,886(f)	0,785	0,781	3,60796	-0,001	1,656	1	341	0,199	1,96				

		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
(Constant)		0,452	0,271		1,668	0,096
conjuntura2002		0,883	0,047	0,71	18,776	0,000
reforma2002		0,028	0,012	0,078	2,258	0,025
desempenho2002		0,19	0,032	0,252	5,912	0,000
auditoria2002		0,61	0,137	0,117	4,468	0,000
capital2002		-0,401	0,131	-0,103	-3,068	0,002
endividam2002		0,314	0,114	0,086	2,744	0,006
perspectiva2002		-0,311	0,078	-0,135	-3,981	0,000

Cross Section 2003

										Change Statistics			
R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	DW				
,916(g)	0,838	0,835	2,88605	-0,001	1,524	1	342	0,218	2,12				

	Unstandardized Coefficients		Standardized	t	Sig.
	B	Std. Error	Coefficients Beta		
(Constant)	0,859	0,238		3,602	0,000
conjuntura2003	0,353	0,042	0,34	8,458	0,000
desempenho2003	0,316	0,029	0,564	11,071	0,000
capital2003	-0,381	0,115	-0,134	-3,326	0,001
endividam2003	-0,155	0,091	-0,077	-1,711	0,088
outras2003	0,088	0,028	0,134	3,173	0,002

APÊNDICE F – Resultados de H_{0e} : Relatórios otimistas utilizam mais frases sobre o desempenho e H_{0f} : Relatórios otimistas apresentam mais frases sobre reforma da administração

Cross Section 2001

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					
				R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	DW
,989(e)	0,979	0,978	5,51634	0	2,709	1	340	0,101	1,67

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-1,095	0,546		-2,006	0,046
apresent2001	0,856	0,267	0,026	3,211	0,001
descricao2001	0,466	0,048	0,149	9,672	0,000
reforma2001	1,056	0,022	0,587	47,252	0,000
desempenho2001	0,519	0,077	0,1	6,752	0,000
investimento2001	1,151	0,083	0,163	13,799	0,000
dividendos2001	0,645	0,373	0,018	1,729	0,085
capital2001	-0,443	0,184	-0,021	-2,405	0,017
perspectiva2001	1,677	0,122	0,159	13,755	0,000

Cross Section 2002

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					
				R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	DW
,990(d)	0,979	0,979	5,52454	0	1,935	1	339	0,165	1,81

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	0,364	0,378		0,964	0,336
descricao2002	0,383	0,042	0,095	9,121	0,000
conjuntura2002	0,13	0,072	0,021	1,806	0,072
reforma2002	0,907	0,021	0,52	43,931	0,000
desempenho2002	0,771	0,05	0,207	15,559	0,000
investimento2002	1,305	0,108	0,179	12,08	0,000
capital2002	-0,686	0,205	-0,036	-3,35	0,001
endividam2002	0,412	0,181	0,023	2,276	0,023
perspectiva2002	1,215	0,125	0,106	9,701	0,000
outras2002	0,379	0,022	0,222	17,293	0,000

Cross Section 2003

Change Statistics										
R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	DW	
,987(b)	0,974	0,973	7,09851	0	0,192	1	337	0,662	1,76	

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-0,622	0,685		-0,908	0,365
apresent2003	-0,814	0,326	-0,024	-2,495	0,013
descricao2003	0,359	0,048	0,126	7,481	0,000
conjuntura2003	0,774	0,088	0,1	8,828	0,000
reforma2003	1,084	0,032	0,508	34,272	0,000
desempenho2003	0,596	0,062	0,142	9,558	0,000
investimento2003	0,806	0,133	0,079	6,069	0,000
dividendos2003	2,343	0,396	0,067	5,916	0,000
capital2003	-1,431	0,249	-0,067	-5,751	0,000
endividam2003	0,946	0,191	0,063	4,96	0,000
perspectivas2003	1,422	0,136	0,135	10,485	0,000
outras2003	0,163	0,062	0,033	2,64	0,009

APÊNDICE G – Resultados de H_{0g} : O tamanho do relatório depende do porte e de um menor endividamento da empresa

Cross Section 2001

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					DW
				R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
0,305586	0,093383	0,08519	1767,803	-0,00584	2,146848	1	331	0,143812	1,71

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.
(Constant)	1314,869373	97,021323		13,552375	0,000
pl2002	0,000024	0,000010	0,136750	2,399558	0,017
dlogativo2001	-298,119066	59,404263	-0,263911	-5,018479	0,000
II2001	0,000076	0,000029	0,150081	2,631535	0,009

Cross Section 2002

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					DW
				R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
0,273619	0,074868	0,069295	2095,506	-0,00749	2,700686	1	331	0,101255	1,68

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.
(Constant)	1430,643952	114,589493		12,484949	0,000
dlogativo2003	-359,656168	73,705070	-0,260755	-4,879667	0,000
II2003	0,000204	0,000082	0,132810	2,485365	0,013

Cross Section 2003

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					DW
				R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
0,323288	0,104515	0,09547	2272,039	-0,00446	1,481914	1	296	0,224445	1,64

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.
(Constant)	1749,135445	155,317971		11,261642	0,000
dlogativo2003	-384,153778	84,215047	-0,250507	-4,561581	0,000
decp03_02	-487,627750	288,950135	-0,092684	-1,687584	0,093
II2003	0,000474	0,000143	0,182318	3,319614	0,001

APÊNDICE H – Resultados de H_{0h} : Empresas com problemas tendem a apresentar mais frases sobre perspectivas futuras

Cross Section 2001

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					
				R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	DW
0,340709	0,116082	0,105136	1762,297	-0,0072	2,645211	1	322	0,104841	1,70

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.
(Constant)	1326,588190	97,990990		13,537859	0,000
dlogativo2001	-193,021080	78,220219	-0,167804	-2,467662	0,014
li2000	0,000224	0,000064	0,195046	3,483393	0,001
pl2000	0,000027	0,000010	0,151442	2,665899	0,008
dlogativo2000	-97,430808	45,513186	-0,144565	-2,140716	0,033

Cross Section 2002

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					
				R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	DW
0,241614	0,058377	0,055558	2109,668	-0,00559	1,987418	1	333	0,159544	1,64

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.
(Constant)	1426,191400	115,150878		12,385415	0,000
dlogativo2001	-320,562224	70,445877	-0,241614	-4,550475	0,000

Cross Section 2003

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					
				R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	DW
0,303656	0,092207	0,083979	2208,53	-0,00525	1,918355	1	330	0,166974	1,60

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.
(Constant)	1673,154741	142,741336		11,721585	0,000
dlogativo2003	-380,724474	77,680973	-0,259829	-4,901129	0,000
decp03_02	-442,918768	267,876887	-0,086645	-1,653442	0,099
li2003	0,000293	0,000086	0,180078	3,394796	0,001

APÊNDICE I – Resultados de H_{0i} : Empresas com dificuldades utilizam mais frases sobre conjuntura econômica

Cross Section 2001

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				Sig. F Change	DW
				R Square Change	F Change	df1	df2		
0,20122	0,04049	0,037617	4,931596	-0,00756	2,643623	1	333	0,104912	1,63

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.
(Constant)	2,904733	0,269170		10,791460	0,000
dlogativo2002	-0,626323	0,166832	-0,201220	-3,754222	0,000

Cross Section 2002

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				Sig. F Change	DW
				R Square Change	F Change	df1	df2		
0,236534	0,055948	0,050278	6,109806	-0,00417	1,473306	1	332	0,225688	1,78

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.
(Constant)	3,725554	0,333536		11,169857	0,000
II2003	0,000001	0,000000	0,113346	2,103437	0,036
dlogativo2002	-0,876478	0,209190	-0,225775	-4,189861	0,000

Cross Section 2003

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				Sig. F Change	DW
				R Square Change	F Change	df1	df2		
0,254273	0,064655	0,058398	5,633887	-0,00346	1,10588	1	298	0,293831	1,88

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.
(Constant)	3,152061	0,324263		9,720702	0,000
dlogativo2003	-0,623495	0,208660	-0,167137	-2,988086	0,003
II2003	0,000001	0,000000	0,189727	3,391963	0,001

APÊNDICE J – Resultados de H_{0j} : Relatórios com frases sobre perspectivas e investimentos tendem a apresentar maior desempenho futuro

Cross Section 2001

Perspectivas

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	R Square Change	Change Statistics			Sig. F Change	DW
					F Change	df1	df2		
0,206725	0,042735	0,032934	3,623236	-0,00013	0,038464	1	292	0,844652	1,91

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.
(Constant)	2,202614	0,210976		10,440140	0,000
dlogativo2002	-0,403802	0,132398	-0,174790	-3,049919	0,002
pl2002	-0,000001	0,000000	-1,833838	-1,872767	0,062
pl2003	0,000001	0,000000	1,872349	1,912386	0,057

Investimentos

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	R Square Change	Change Statistics			Sig. F Change	DW
					F Change	df1	df2		
0,250785	0,062893	0,053298	5,440946	-0,00383	1,199621	1	292	0,2743	1,64

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.
(Constant)	3,313070	0,316827		10,457038	0,000
dlogativo2003	-0,786160	0,204350	-0,218204	-3,847123	0,000
pl2002	-0,000001	0,000001	-1,780652	-1,837816	0,067
pl2003	0,000001	0,000000	1,847807	1,907444	0,057

Cross Section 2002

Perspectivas

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	R Square Change	Change Statistics			Sig. F Change	DW
					F Change	df1	df2		
0,217463	0,04729	0,037602	3,228329	-0,00777	2,418085	1	294	0,121017	1,67

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		Sig.
	B	Std. Error	Beta	t	
(Constant)	2,294157	0,187347		12,245465	0,000
dlogativo2003	-0,389021	0,121232	-0,182891	-3,208882	0,001
pl2002	-0,000001	0,000000	-1,796980	-1,845653	0,066
pl2003	0,000001	0,000000	1,852804	1,903307	0,058

Investimentos

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	R Square Change	Change Statistics			Sig. F Change	DW
					F Change	df1	df2		
0,168344	0,02834	0,025068	5,498581	-0,00556	1,702713	1	296	0,192947	1,9

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		Sig.
	B	Std. Error	Beta	t	
(Constant)	2,514540	0,318110		7,904623	0,000
dlogativo2004	-0,600200	0,203928	-0,168344	-2,943195	0,004

Cross Section 2003

Perspectivas

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	R Square Change	Change Statistics			Sig. F Change	DW
					F Change	df1	df2		
0,243004	0,059051	0,052736	4,163657	-0,00737	2,345764	1	297	0,126688	1,69

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		Sig.
	B	Std. Error	Beta	t	
(Constant)	2,477661	0,241083		10,277201	0,000
dlogativo2003	-0,506949	0,154904	-0,184606	-3,272663	0,001
II2004	0,000001	0,000000	0,142696	2,529688	0,012

Investimento

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	R Square Change	Change Statistics			Sig. F Change	DW
					F Change	df1	df2		
0,268712	0,072206	0,065979	4,337732	-0,00077	0,247543	1	297	0,619179	1,95

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		Sig.
	B	Std. Error	Beta	t	
(Constant)	2,585257	0,250083		10,337589	0,000
dlogativo2003	-0,573635	0,160772	-0,199100	-3,568008	0,000
II2003	0,000001	0,000000	0,178222	3,193861	0,002