

# 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

## **Autores**

**CÉSAR AUGUSTO TIBÚRCIO SILVA**

Universidade de Brasília

**FERNANDA FERNANDES RODRIGUES**

Universidade de Brasília

## **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 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.

## **1 INTRODUÇÃO**

O Relatório da Administração representa 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 ser, 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 Mobiliários<sup>1</sup> 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.

---

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

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

Embora seja de utilidade e relevância aos investidores, estes relatórios são considerados, por parte da literatura, como enviesado. Exemplo disso pode ser observado em Iudícibus (2000, p. 20) que afirma que os relatórios “normalmente são enviesados pelo lado do otimismo inconseqüente, 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 conclui 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. 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).

O objetivo deste estudo é identificar as variáveis que afetam as informações divulgadas nos Relatórios de Administração das Companhias Abertas Brasileiras. Portanto, buscou-se identificar na literatura científica o que poderia influenciar as informações divulgadas no Relatório da Administração. Verificou 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. Observam-se ainda as seguintes variáveis quantitativas de desempenho financeiro: 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?*

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.

O trabalho está estruturado da seguinte maneira: o capítulo 2 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; o capítulo 3 aborda a técnica, os dados e os modelos utilizados na pesquisa; o capítulo 4 discute os resultados da pesquisa e a observação da realidade empírica; o capítulo 6 trata das conclusões da pesquisa, por meio de uma avaliação final da temática proposta.

## **2 RELATÓRIO DA ADMINISTRAÇÃO**

### **2.1 Obrigatoriedade Legal**

A Lei 6.404 (BRASIL, 1976), em seu art. 133 estabelece que os administradores forneçam aos usuários os Documentos da Administração. 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 deva 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 n.º 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 n.º 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 n.º 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).

## **2.2 Pesquisas Empíricas com o Relatório da Administração**

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 às 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 omissa, 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.

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.

### 3 METODOLOGIA

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).

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.

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. A Comissão de Valores Mobiliários<sup>2</sup> divulgou que, em dezembro de 2003, haviam 718 empresas com o registro na comissão, sendo que destas 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.

---

<sup>2</sup> 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](http://www.cvm.gov.br/port/public/ASE/icvm/base_financeira/Companhias_Abertas.xlsr)>. Acesso em 04 mai. 2005.

(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. As frases foram classificadas em doze grupos segundo o assunto. 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 foi feito pelos pesquisadores, sendo que uma mesma frase recebeu duas classificações, uma quanto ao grau de otimismo e outra, quanto ao assunto.

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.

O estudo envolve regressões lineares múltiplas estimadas em *Ordinary Least Squares* (OLS), realizadas em *cross section* (corte transversal), ou seja, foram 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 realizou-se teste de raiz unitária, que 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) e, com um nível de significância de 1%, pôde-se perceber que não existem raízes unitárias para as variáveis da pesquisa.

## 4 OS RESULTADOS

### 4.1 Estatísticas Descritivas do Ano de 2001

A estatística descritiva das informações quantitativas dos RA, referentes ao ano de 2001, verificou que o tamanho do RA varia 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.).

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.

### 4.2 Estatísticas Descritivas do Ano de 2002

Para o ano de 2002, a estatística descritiva das informações quantitativas dos RA constatou que 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.).

Observou-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.

### **4.3 Estatísticas Descritivas do Ano de 2003**

No ano de 2003, a estatística descritiva das informações quantitativas dos RA observou-se que o tamanho do RA variou 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, pôde-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.

Pôde-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.

#### 4.4 Resultados *Cross Section* para o Ano de 2001

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

*H<sub>0a</sub>*: Empresas após uma expansão prolongada apresentam relatórios otimistas, apresentou relação positiva entre a variável OTIMISTA2001 e a variação do lucro líquido (DLL00-01 – *p-value* 0,076), a variação da liquidez (DLIQUIDEZ01-02 – *p-value* 0,014), e a variação do endividamento de curto prazo (DECP02-01 – *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.

*H<sub>0b</sub>*: Empresas com problemas tendem a apresentar relatórios neutros. Obteve-se uma relação significativa e positiva entre a variável NEUTRA2001 e a variação da liquidez (DLIQUIDEZ01-00 - *p-value* 0,092) e negativa para a variação do endividamento de curto prazo (DECP01-00 - *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.

*H<sub>0c</sub>*: 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. A hipótese

*H<sub>0d</sub>*: 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.

*H<sub>0e</sub>*: Relatórios otimistas utilizam mais frases sobre o desempenho; e *H<sub>0f</sub>*: Relatórios otimistas apresentam mais frases sobre reforma da administração apresentaram como resultado do teste 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.

*H<sub>0g</sub>*: O tamanho do relatório depende do porte e de um menor endividamento da empresa apresentou como resultado 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.

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

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

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

#### 4.5 Resultados *Cross Section* para o Ano de 2002

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

$H_{0a}$ : Empresas após uma expansão prolongada apresentam relatórios otimistas, teve como variáveis significantes e positivas para a variação da liquidez (DLIQUIDEZ01-00 -  $p$ -value 0,011), a variação do retorno do ativo (DRSA03-02 -  $p$ -value 0,044) e negativa para a variação do lucro líquido (DLL01-00 -  $p$ -value 0,049), a variação do lucro líquido (DLL03-02 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.

$H_{0b}$ : Empresas com problemas tendem a apresentar relatórios neutros. Teve-se uma relação significativa e positiva entre a variável NEUTRA2002 e a variação do ativo (DATIVO03-02 -  $p$ -value 0,020) e negativa entre a variação da liquidez (DLIQUIDEZ01-00 -  $p$ -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.

$H_{0c}$ : 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.

$H_{0d}$ : Relatórios pessimistas apresentam mais frases sobre o cenário econômico, apresentou como resultado 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.

$H_{0e}$ : Relatórios otimistas utilizam mais frases sobre o desempenho; e  $H_{0f}$ : Relatórios otimistas apresentam mais frases sobre reforma da administração apresentaram como resultado do teste 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.

$H_{0g}$ : O tamanho do relatório depende do porte e de um menor endividamento da empresa, teve-se como resultado 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.

$H_{0h}$ : 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.

$H_{0i}$ : 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.

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

#### **4.6 Resultados Cross Section para o Ano de 2003**

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

$H_{0a}$ : 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 DRSA03-02 -  $p$ -value 0,010) e negativa para a variação do lucro líquido (DLL03-02

- *p-value* 0,037) e a variação do endividamento de curto prazo (DECP01-00 - *p-value* 0,040 e DECP03-02 - *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.

*H<sub>0b</sub>*: Empresas com problemas tendem a apresentar relatórios neutros, obteve-se uma relação significativa e positiva entre a variável NEUTRA2003 e a variação da liquidez (DLIQUIDEZ01-00 - *p-value* 0,050), a variação do retorno sobre o ativo (DRSA02-01 - *p-value* 0,100 e DRSA03-02 - *p-value* 0,008) e a variação da liquidez (DLIQUIDEZ04-03 - *p-value* 0,000) e negativa para a variação do lucro líquido (DLL03-02 - *p-value* 0,004) e para a variação do endividamento de curto prazo (DECP03-02 - *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.

*H<sub>0c</sub>*: 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.

*H<sub>0d</sub>*: Relatórios pessimistas apresentam mais frases sobre o cenário econômico, 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 ENVIDIDAM2003 (*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.

*H<sub>0e</sub>*: Relatórios otimistas utilizam mais frases sobre o desempenho; e *H<sub>0f</sub>*: Relatórios otimistas apresentam mais frases sobre reforma da administração, tiveram como resultado 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), ENVIDIDAM2003 (*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.

*H<sub>0g</sub>*: O tamanho do relatório depende do porte e de um menor endividamento da empresa, teve-se como resultado 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 (DECP03-02 *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.

$H_{0h}$ : Empresas com problemas tendem a apresentar mais frases sobre perspectivas futuras verificou uma relação significativa e positiva entre a variável PERSPECTIVAS e o LL2003 ( $p$ -value 0,001) e negativa DLOGATIVO2003 ( $p$ -value 0,000) e o DECP03-02 ( $p$ -value 0,099). Pode-se inferir que as empresas que apresentam maior volume de frases sobre perspectivas nos RA de 2003, apresentaram ativos menores em 2003 e maiores lucros em 2004, o que corrobora à hipótese levantada e sugere que a administração aborda sobre perspectivas a partir de determinado conhecimento.

$H_{0i}$ : Empresas com dificuldades utilizam mais frases sobre a conjuntura econômica, verificou-se uma relação significativa e positiva entre a variável CONJUNTURA2003 e o LL2003 ( $p$ -value 0,001) e negativa com o DLOGATIVO2003 ( $p$ -value 0,003), permitindo inferir que as empresas que apresentam maior volume de frases sobre conjuntura nos RA, apresentaram ativos menores e um maior lucro, o que corrobora parcialmente à hipótese levantada. Portanto, conclui-se que, apesar de os RA tratarem sobre a conjuntura, as empresas apresentam lucros maiores.

$H_{0j}$ : Relatórios com frases sobre perspectivas e investimentos tendem a apresentar maior desempenho futuro, teve-se como resultado um relacionamento positivo entre as variáveis PERSPECTIVAS2003 e LL2004 ( $p$ -value 0,012) e negativo para o DLOGATIVO2003 ( $p$ -value 0,001); positivo entre as variáveis INVESTIMENTOS2003 e LL2003 ( $p$ -value 0,002) e negativo para o DLOGATIVO2003 ( $p$ -value 0,000). Portanto, as empresas que abordam sobre perspectivas e investimentos apresentaram relação negativa com o ativo e positiva com o lucro líquido, o que se leva a aceitar a hipótese  $H_{0j}$ .

Os resultados encontrados para as dez hipóteses levantadas neste estudo, encontram-se resumidos no Quadro 1.

Quadro 1 – Resultados das Hipóteses do Estudo

Hipóteses do Estudo	2001	2002	2003
$H_{0a}$ : Empresas após uma expansão prolongada apresentam relatórios otimistas;	Refutada	Refutada	Refutada
$H_{0b}$ : Empresas com problemas tendem a apresentar relatórios neutros;	Refutada	Refutada	Refutada
$H_{0c}$ : Relatórios otimistas são mais extensos;	Corroborada	Refutada	Refutada
$H_{0d}$ : Relatórios pessimistas apresentam mais frases sobre o cenário econômico;	Corroborada	Corroborada	Corroborada
$H_{0e}$ : Relatórios otimistas utilizam mais frases sobre o desempenho;	Corroborada	Corroborada	Corroborada
$H_{0f}$ : Relatórios otimistas apresentam mais frases sobre reforma da administração;	Corroborada	Corroborada	Corroborada
$H_{0g}$ : O tamanho do relatório depende do porte e de um menor endividamento da empresa;	Refutada	Refutada	Confirmação parcial
$H_{0h}$ : Empresas com problemas tendem a apresentar mais frases sobre perspectivas futuras;	Corroborada	Corroborada	Corroborada
$H_{0i}$ : Empresas com dificuldades utilizam mais frases sobre a conjuntura econômica;	Corroborada	Corroborada	Corroborada
$H_{0j}$ : Relatórios com frases sobre perspectivas e investimentos tendem a apresentar maior desempenho futuro.	Refutada	Refutada	Corroborada

Fonte: Elaboração própria

## 6 CONCLUSÕES

O objetivo deste estudo foi o de verificar quais variáveis afetariam as informações divulgadas no Relatório da Administração das companhias abertas brasileiras e, para isto, 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. 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.

## REFERÊNCIAS

- 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/](http://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/](http://www.planalto.gov.br/)>. Acesso em: 04 mai. 2005.

- 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.
- CARNEY, Thomas F. **Content Analysis: A technique for systematic inference from communications**. Canada: University of Manitoba, 1972.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Parecer de Orientação CVM Nº 15**, de 28 de dezembro de 1987. Disponível em <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em: 26 nov. 2004.
- \_\_\_\_\_. **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.
- 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.
- GUJARATI, Damodar N. **Econometria básica**. 3 ed. São Paulo: Makron Books, 2000.
- IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Teoria da Contabilidade**. 6 ed. São Paulo: Atlas, 2000.
- LAURETTI, Lélío. **Relatório Anual**. Veículo por excelência da comunicação institucional. 2 ed. São Paulo: Saraiva, 2003.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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.