



Revista Universo Contábil

ISSN: 1809-3337

universocontabil@furb.br

Universidade Regional de Blumenau
Brasil

Raifur Kos, Sonia; dos Santos Bortolucci Espejo, Márcia Maria; Raifur, Léo
O CONTEÚDO INFORMACIONAL DO RELATÓRIO DA ADMINISTRAÇÃO E O DESEMPENHO DAS
EMPRESAS BRASILEIRAS DO IBOVESPA

Revista Universo Contábil, vol. 10, núm. 2, abril-junio, 2014, pp. 43-62

Universidade Regional de Blumenau
Blumenau, Brasil

Disponível em: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=117031345004>

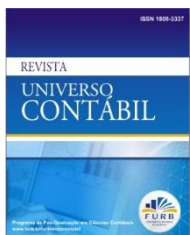
- Como citar este artigo
- Número completo
- Mais artigos
- Home da revista no Redalyc

redalyc.org

Sistema de Informação Científica

Rede de Revistas Científicas da América Latina, Caribe, Espanha e Portugal

Projeto acadêmico sem fins lucrativos desenvolvido no âmbito da iniciativa Acesso Aberto



Revista Universo Contábil, ISSN 1809-3337
Blumenau, v. 10, n. 2, p. 43-62, abr./jun., 2014

doi:10.4270/ruc.2014211
Disponível em www.furb.br/universocontabil



O CONTEÚDO INFORMACIONAL DO RELATÓRIO DA ADMINISTRAÇÃO E O DESEMPENHO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DO IBOVESPA¹

INFORMATIONAL CONTENT OF THE MANAGEMENT REPORT AND PERFORMANCE ON THE BRAZILIAN COMPANIES IN IBOVESPA

CONTENIDO DE LA INFORMACIÓN DEL INFORME DE LA ADMINISTRACIÓN Y DESEMPEÑO DE LAS EMPRESAS BRASILEÑAS DEL IBOVESPA

Sonia Raifur Kos

Mestre em Contabilidade e Finanças - UFPR
Professora da Universidade Estadual do Centro-Oeste – UNICENTRO
Endereço: Rua Marechal Cândido Rondon, 72, Centro
CEP: 84400-970 - Prudentópolis – PR
E-mail: soniarkos@hotmail.com
Telefone: (42) 9101-5401

Márcia Maria dos Santos Bortolucci Espejo

Doutora em Controladoria e Contabilidade - USP
Professora da Universidade Federal do Paraná – UFPR
Endereço: Av. Prefeito Lothário Meissner, 632 - Campus III
Jardim Botânico - Sala 120
CEP: 80210-170 - Curitiba - PR
E-mail: marciabortolucci@ufpr.br
Telefone: (41) 3360-4193

Léo Raifur

Doutorando em Administração (Finanças) - USP
Professor da Universidade Estadual do Centro-Oeste – UNICENTRO
Endereço: Rua Coronel Saldanha, 3381
CEP: 85015-250 - Guarapuava - PR
E-mail: raifur@yahoo.com.br
Telefone: (42) 9132-8120

RESUMO

A divulgação de informações contábeis tem papel fundamental no funcionamento do mercado de capitais. Os escândalos envolvendo corporações como Enron, Tyco, Worldcom, Parmalat entre outras, tornaram frágil um dos alicerces indispensáveis no relacionamento entre a empresa e o investidor: a credibilidade. O objetivo desse estudo é verificar se existe alteração

¹ Artigo recebido em 05.06.2013. Revisado por pares em 14.04.2014. Reformulado em 16.06.2014. Recomendado para publicação em 24.06.2014 por Carlos Eduardo Facin Lavarda. Publicado em 30.06.2014. Organização responsável pelo periódico: FURB.

no enfoque das informações apresentadas no Relatório da Administração (RA) em virtude da variação no desempenho da empresa. O enfoque informacional, variável dependente do estudo, foi construído qualitativamente por meio da análise de conteúdo, a qual identificou dez ênfases: Operacional, Fluxo de Caixa, Resultado, Faturamento, Conjuntura Econômica, Mercado, Responsabilidade Social e Ambiental, Governança Corporativa, Tecnologia e Fontes e Usos de Recursos. O desempenho, variável independente, foi calculado por meio de sete indicadores sugeridos por Lyra e Corrar (2009): Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido, Rentabilidade sobre o Ativo, Liquidez Corrente, Endividamento, Crescimento das Vendas, Margem Líquida e Giro do Ativo. A hipótese de teste foi: (i) se o enfoque informacional do RA se altera em função de Melhor e Pior Desempenho. Por meio da Regressão com Dados em Pannel a hipótese foi testada e de acordo com a análise dos dados, observou-se que o conteúdo informacional do RA é influenciado pelo desempenho.

Palavras-chave: Relatório da Administração. Enfoque Informacional. Desempenho.

ABSTRACT

The disclosure of accounting information plays a fundamental role in the stock market. The scandals involving companies such as Enron, Tyco, Worldcom, Parmalat and others, weakened one of the indispensable foundations in the relationship between the company and the investor: credibility. The aim of this study is to check if there exists change in the focus of the information presented in the Management Report (MR) due to the variation in the firm performance. The informational emphasis, a dependent variable in the study, was constructed qualitatively by means of content analysis, which identified ten emphases: Operational, Cash Flow, Net Income, Billing, Economic Conjuncture, Market, Social and Environmental Responsibility, Corporate Governance, Technology and Sources, and Use of Resources. The performance, an independent variable, was estimated by means of seven indicators suggested by Lyra and Corrar (2009): Yield on Equity, Yield on Assets, Liquidity, Debt, Sales Growth, Net Margin and Asset Turnover. The test hypothesis was: (i) whether the informational focus of the MR changes according to Best and Worst Performance. The hypothesis was tested through regression with panel data, and according to the data analysis it was observed that the informational content of MR is influenced by performance.

Keywords: Management Report. Informational Emphasis. Performance.

RESUMEN

La divulgación de la información contable desempeña un papel fundamental en el funcionamiento del mercado de capitales. Los escándalos relacionados con compañías como Enron, Tyco, Worldcom, Parmalat y otros, debilitan uno de los pilares indispensables en la relación entre la empresa y el inversor: la credibilidad. El objetivo de este estudio es verificar si hay cambio en el enfoque de la información presentada en el Informe de la Administración (IA), debido a la variación en el desempeño de la empresa. El enfoque informativo, variable dependiente, se construyó cualitativamente mediante análisis de contenido, que identifica diez énfasis: Operacional, Flujo de Efectivo, Facturación, Perspectivas de la Economía, Mercado, Responsabilidad Social y Ambiental, Gobierno Corporativo, Tecnología y Fuentes y Usos de Recursos. El desempeño, la variable independiente, se calculó utilizando siete indicadores sugeridos por Lyra y Corrar (2009): Rentabilidad del Patrimonio, Rentabilidad del Activos, Liquidez Corriente, Endeudamiento, Crecimiento de las Ventas, Margen Neto y Rotación de Activos. La hipótesis de la prueba fue de: (i) si se cambia el foco informativo de la IA según mejor y peor rendimiento. Por los

datos del panel de regresión, la hipótesis se ensayó de acuerdo con el análisis de datos y mostró que el contenido de IA se ve influido por el desempeño.

Palabras Clave: *Informe de la Administración. Enfoque Informativo. Desempeño.*

1 INTRODUÇÃO

A divulgação de informações financeiras impacta as decisões de manter, comprar ou vender um investimento, a política de distribuição de dividendos, a regulação de atividades, dentre outras (BOSCOV, 2009). O *Disclosure* é de grande relevância na redução da assimetria informacional existente entre as empresas e os *stakeholders* são tidos como uma das formas mais eficientes de comunicação entre a empresa e os diversos usuários interessados em avaliar o desempenho da administração (LIMA; 2009). Jensen e Mekling (1976) destacam que o *Disclosure* voluntário de relatórios financeiros por parte das empresas é uma maneira de possibilitar o acompanhamento da gestão por parte dos usuários.

A divulgação ou evidenciação está fortemente relacionada com as características qualitativas da informação contábil, que são aquelas “necessárias para fazer com que a informação seja útil para os usuários de tais informações” (LOPES e MARTINS, 2005, p.114). Nessa mesma linha Hendriksen e Van Breda (2007, p. 90) acrescentam que “as características qualitativas são atributos das informações contábeis que tendem a ampliar sua utilidade”.

A argumentação que embasa essa pesquisa está ancorada em Iudícibus (2004, p. 128), quando comenta sobre o Relatório da Administração, mencionando que as evidenciações constantes nesse documento são de relativa importância, porém podem estar viesadas pelo otimismo inconsequente dos gestores. Neste relatório são comuns frases como: “Confiamos que continuaremos a apresentar um desenvolvimento favorável de nossas operações no futuro”, e outras do gênero.

Uma das formas de se evidenciar as informações aos usuários é por meio dos Relatórios da Administração - RAs, que são produzidos pelos administradores e apresentam a visão destes sobre a empresa. Contudo há de se ter cautela com o otimismo exagerado mencionado por Iudícibus (2004). Nesse sentido surge a seguinte questão orientativa da presente investigação: O padrão informacional do Relatório de Administração das empresas altera-se em virtude da variação do desempenho?

O objetivo do estudo é verificar se existe alteração no enfoque das informações apresentadas no Relatório da Administração em função da variação no desempenho da empresa. Para tanto, foram seguidas as seguintes etapas: a) escolha dos indicadores de desempenho a serem utilizados no estudo; b) classificação das empresas da amostra por nível de desempenho, segregando em um grupo as empresas com melhor desempenho e em outro grupo as empresas com pior desempenho; c) definição dos enfoques informacionais mais evidentes nos Relatórios da Administração, por meio da sua leitura prévia; d) identificação das expressões que remetem a cada um dos enfoques definidos; e) submissão das informações dos Relatórios da Administração a análise de conteúdo, por meio da infometria; e f) avaliação, a partir de dados levantados, se o enfoque da informação sofre alteração em virtude do nível de desempenho.

A divulgação de informações contábeis tem papel fundamental no funcionamento do mercado de capitais. Escândalos envolvendo grandes corporações como Enron, Tyco, Worldcom, Parmalat entre outras, tornaram mais frágil um dos alicerces indispensáveis no relacionamento entre a empresa e o investidor: a credibilidade. Isso proporcionou demanda

por mais informações relevantes e confiáveis, especialmente da transparência nas demonstrações contábeis (CARVALHO *et al.*, 2004).

Segundo Lanzana (2004), *Disclosure* tem sido alvo de muitas pesquisas nos últimos 20 anos, dada sua importância em um mercado cada vez mais globalizado e competitivo no qual os investidores têm exigido mais proteção dos recursos investidos. A divulgação de informações com qualidade, de forma pontual e consistente pode ser considerada uma forma de respeitar o direito de todos os acionistas e uma maneira dos gestores adquirirem credibilidade junto ao mercado de capitais.

2 TEORIA DE REFERÊNCIA

2.1 Evidenciação da Informação Contábil

Um dos principais objetivos da informação contábil é contribuir para a redução da assimetria informacional existente entre os usuários internos (gestores, executivos etc.) e os usuários externos da entidade (acionistas, credores, governo etc.) (LOPES; MARTINS, 2005).

Iudícibus (2004) apresenta que, com relação à quantidade de evidenciação, muitas expressões têm sido usadas: alguns mencionam a evidenciação adequada (*adequate Disclosure*), há aqueles que tratam de evidenciação justa (*fair Disclosure*) e outros ainda em evidenciação plena (*full Disclosure*). Segundo o autor, na prática, esses termos não têm diferença, visto que o usuário precisa simultaneamente de informação adequada, justa e completa. Nesse sentido, a empresa precisa divulgar somente e todas as informações necessárias. Para que informações desnecessárias não sejam publicadas é preciso levar em consideração as características da materialidade e relevância. Hendriksen e Van Breda (2007) defendem que para que haja divulgação apropriada é preciso que três questões sejam respondidas inicialmente: Para quem? Qual a finalidade? Quanta informação deve ser divulgada? Além disso, a questão de como e quando a informação é divulgada também é relevante.

Evidenciação ou *Disclosure* é um fenômeno que pode ser considerado complexo, porém a teoria pode proporcionar uma explicação parcial (HOPE, 2003). Verrecchia (2001) apresenta em seu trabalho a categorização dos diversos modelos que tratam da teoria da divulgação, propondo uma taxonomia a qual engloba três categorias amplas de pesquisa sobre divulgação em Contabilidade:

A primeira categoria: Pesquisa sobre Divulgação Baseada em Associação (*association-based Disclosure*) tem como objetivo principal investigar a relação ou associação entre a divulgação e a forma como os investidores percebem a informação, os quais competem no mercado de capitais como indivíduos que visam maximizar a sua riqueza. A principal característica desse tipo de pesquisa é o estudo dos efeitos da divulgação nas mudanças das ações dos investidores, que podem ser percebidas nas oscilações dos preços dos ativos e do montante negociado. Ou seja, as pesquisas procuram examinar a relação entre o fenômeno da divulgação e as mudanças nas atividades dos investidores diversificados e competidores no mercado de capitais. Esse tipo de pesquisa pode ter como base a Hipótese de Mercado Eficiente (FAMA, 1991) e ser operacionalizada por meio de estudos de Eventos (MACKINLAY, 1997). Nestes modelos, *Disclosure* é uma variável exógena e *ex post*, ou seja, o efeito provém de causas externas e depois da divulgação.

A segunda categoria: Pesquisa sobre Divulgação Baseada em Julgamento (*discretionary-based Disclosure*) é identificada nas pesquisas que apresentam quais os motivos da divulgação, ou seja, procura verificar o que leva os gestores e/ou as empresas a divulgar ou não determinadas informações. Nesse caso, as informações são divulgadas para seu maior e, talvez único, consumidor representativo: o mercado de capitais. As pesquisas

questionam os motivos da divulgação ou não de determinada informação, ou seja, assumem que a administração pode optar entre divulgar ou não alguma informação. Nessa categoria enquadram-se os Relatórios da Administração; visto que esse relatório não é auditado, ele pode ser elaborado de acordo com o julgamento dos gestores, informando aquilo que eles julguem importante ou necessário. Nestes modelos, *Disclosure* é uma variável endógena e são verificados seus efeitos *ex post*, ou seja, o efeito é proveniente de causas internas e depois da divulgação.

A terceira categoria: Pesquisa sobre Divulgação Baseada em Eficiência (*efficiency-based Disclosure*) tem como enfoque pesquisas que enfatizam o tipo de configuração de divulgação preferida, na ausência de conhecimento passado sobre a informação. Trabalhos classificados nessa categoria discutem quais os tipos de divulgação mais eficientes, ou seja, aqueles incondicionalmente preferidos. As pesquisas pertencentes a essa categoria procuram investigar a existência de algumas formas de divulgação que promovem a eficiência. Um exemplo clássico seria a análise entre Custo de Capital x *Disclosure*. Nestes modelos, *Disclosure* é uma variável exógena e *ex ante*, ou seja, o efeito de causas externas e acontece antes da divulgação.

Dye (2001) e Verrecchia (2001) apresentam discordância sobre a Teoria da Divulgação. Enquanto Verrecchia (2001) afirma que seu estudo sustenta a existência de uma teoria abrangente, Dye (2001) entende que a literatura existente não está totalmente amadurecida para ser considerada uma teoria. Ele acredita que a divulgação pode ser considerada uma parte da Teoria dos Jogos que ampara a ideia de que a entidade fará ou não determinada divulgação respeitando a relação custo/benefício dessa divulgação.

Relatório da Administração é um documento onde normalmente são divulgadas informações não financeiras que podem interferir nas operações das empresas: expectativas com relação ao futuro, planos de crescimento da empresa, gastos a efetuar no orçamento de capital ou em pesquisas e desenvolvimento, bem como explicações sobre o resultado atingido, seja ele positivo ou não. Algumas informações desse relatório podem ser enviesadas pelo lado do otimismo inconsequente. Embora devam ser observadas com cautela, essas informações são importantes por apresentarem indícios da política da empresa que podem ajudar o usuário a identificar tendências sobre o seu comportamento, bem como possíveis resultados futuros. (IUDÍCIBUS, 2004, p. 128). Assim como os demais relatórios que a empresa divulga, o Relatório da Administração também segue normalização específica.

Com relação às pesquisas desenvolvidas sobre divulgação da informação pode-se citar Patel, Balic e Bakwira (2002); Gonçalves e Ott (2002); Costa Junior (2003); Ponte e Almeida (2004); Lanzana (2004); Malacrida e Yamamoto (2006); Ponte *et al* (2007); Alencar (2007); Gondridge et al. (2011).

2.2 Desempenho Econômico-Financeiro

Quando um investimento é realizado na empresa, espera-se que o retorno seja superior ao investimento realizado. “O princípio financeiro fundamental de toda empresa é oferecer um retorno de seus investimentos que cubra, pelo menos, a expectativa mínima de ganho de seus proprietários de capital” (ASSAF NETO, 2006, p. 61). Em síntese esse conceito relata que o mínimo que se espera das empresas é que as receitas sejam superiores às despesas de modo que seja possível remunerar o investidor.

Lyra (2008) considera que o desempenho das empresas está fundamentado no tripé: rentabilidade, liquidez e endividamento, entendendo que a empresa com melhor desempenho é aquela que tiver o melhor resultado no relacionamento desses três indicadores, ou seja, aquela que tenha maior liquidez e rentabilidade com menor endividamento.

Na avaliação de desempenho financeiro, a verificação dos indicadores econômico-financeiros é aspecto de fundamental importância (ABE e FAMA, 1999, p. 3). Índice é relação entre contas ou grupo de contas das demonstrações contábeis que tem intuito de evidenciar situação econômica ou financeira de uma empresa e constituem a técnica de avaliação de desempenho mais utilizada (MATARAZZO, 1998, p. 153). Os indicadores utilizados para avaliar o desempenho das empresas são inúmeros e tem relação com o equilíbrio ou desequilíbrio financeiro, patrimonial e econômico. Dentre os mais conhecidos e citados por Matarazzo (1998), Assaf Neto (2002), Marion (2005) entre outros autores, têm-se os seguintes indicadores: Liquidez, Estrutura de Capital e Rentabilidade.

Os Indicadores de Liquidez são calculados pelo confronto entre as contas que representam as fontes de recursos com aquelas que representam as aplicações de recursos em giro. São por vezes confundidos com índices de capacidade de pagamento, mas os indicadores de Liquidez não comparam entradas e saídas oriundas do fluxo de caixa e sim confrontam valores de Ativos Circulantes com as Dívidas e visam medir a solidez financeira e identificar a existência de uma folga financeira entre as aplicações de recursos em giro e as fontes de recursos de terceiros. Os indicadores de liquidez mais utilizados são: Liquidez Geral, Liquidez Corrente, Liquidez Seca, Liquidez Imediata e Capital Circulante Líquido.

Os Indicadores de estrutura de Capitais mostram as linhas de decisões financeiras em termos de obtenção e aplicação de recursos, ou seja, demonstra a análise das fontes de financiamento indicando a relação da dependência da empresa em função dos recursos de terceiros. Os indicadores representativos da estrutura de capitais mais conhecidos são: Endividamento Geral; Participação de Capital de Terceiros; Composição do Endividamento; Grau de Imobilização do Patrimônio Líquido; Imobilização dos Recursos Não Correntes; e Índice de cobertura de juros.

Uma das referências de maior interesse dos investidores é os Indicadores de Rentabilidade, uma vez que por meio dele é possível saber se os investimentos efetuados pelos fornecedores de recursos foram remunerados satisfatoriamente, ou seja, proporciona a informação do grau de êxito econômico da entidade. Esses indicadores medem a capacidade que os recursos investidos têm de produzir lucro, e isso pode ser feito de diversas formas, cada uma delas relacionada a um tipo de retorno da entidade, seja por meio do nível de vendas, nível de investimentos ou pelo nível de ativos. Os indicadores de rentabilidade mais utilizados são: Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido; Rentabilidade sobre o Ativo; Margem Operacional; Margem Líquida; EBITDA (*Earnings before interest, taxes depreciation and amortization*), Giro do Ativo; Lucro por ação; Valor Patrimonial da ação e Resultados distribuídos (dividendos) por ação.

Soares (2006) pesquisou os indicadores financeiros em operadoras de plano de saúde. O objetivo do estudo era verificar se os indicadores financeiros selecionados pela Agência Nacional de Saúde – ANS eram relevantes e suficientes para avaliar o desempenho das Operadoras de Planos de Saúde – OPS, comparando-os com os indicadores tradicionais sugeridos pela literatura. Foram analisadas 211 OPS, utilizando para tanto as demonstrações contábeis do ano de 2004. Aplicando a metodologia da Análise Fatorial, concluiu-se que os indicadores selecionados pela ANS são relevantes e suficientes para avaliar o desempenho das OPS.

Nunes (2010) verificou se havia diferenças nos indicadores contábeis de empresas consideradas sustentáveis e empresas consideradas não sustentáveis. Para tanto dividiu os indicadores contábeis em dois grupos: o primeiro composto pelos indicadores de taxa de pagamento de dividendos, crescimento dos ativos, alavancagem financeira, tamanho do ativo, liquidez corrente, variabilidade do lucro e beta contábil, representava a categoria risco. O segundo grupo, representando a categoria retorno, foi composto pelos indicadores de rentabilidade do ativo, rentabilidade do patrimônio líquido, giro do ativo e margem líquida. O

teste *Mann-Withney* indicou que não há diferença entre os indicadores contábeis selecionados entre empresas sustentáveis e não sustentáveis.

Girioli (2010) verificou os indicadores contábeis mais utilizados em pesquisas acadêmicas. Para tanto analisou os artigos relacionados com avaliação de desempenho publicado nos periódicos ABCustos, UnB Contábil, Contabilidade Vista e Revista, Universo Contábil, Contabilidade e Finanças e Revista Contemporânea de Contabilidade, dos quais 29 artigos foram analisados. Também verificou os artigos publicados nos principais congressos nacionais da área, como CBC, USP, ENANPAD e ANPCONT, coletando 161 estudos. Ainda buscou os estudos realizados na Universidade de São Paulo, em forma de teses e dissertações, identificando mais 34 pesquisas. Ao todo foram 224 trabalhos na janela temporal de 1989 a 2008. Nesse estudo, a autora verificou que dos 224 trabalhos selecionados, apenas 101 utilizavam alguma variável econômico financeira para mensurar o desempenho. Foram identificadas 237 variáveis distintas utilizadas na avaliação de desempenho, mas o ROE foi abordado em 40% dos trabalhos, sendo, portanto a variável econômico-financeira mais utilizada em pesquisas que tratam de desempenho.

Ahmed e Courtis(1999) analisaram vários estudos empíricos que verificaram a associação entre índice de *disclosure* e características corporativas. Nesses estudos foram identificadas associação positiva entre nível de disclosure e tamanho da empresa e também com a alavancagem. Com relação a rentabilidade e tamanho das firmas de auditoria, alguns trabalhos apresentaram associação positiva e, outros, negativa. A relação entre liquidez e nível de *disclosure* não se mostrou significativa nos estudos analisados. Conforme o exposto pode-se perceber que existem muitos trabalhos que verificam o desempenho e outros tantos que discutem o *Disclosure* da informação, os quais analisam as diversas formas de evidenciação. Porém existe carência de estudos que relacionem o desempenho com a divulgação informacional, principalmente por meio da análise qualitativa dos Relatórios da Administração, sendo esta a principal contribuição deste estudo.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Esse estudo é orientado pela Teoria da Divulgação preconizada por Verrechia (2001), mais precisamente pela segunda categoria: Pesquisa sobre Divulgação baseada no Julgamento, uma vez que o gestor pode julgar qual das informações é mais interessante para ser divulgada e com base nesse julgamento, redigir o RA. Também considera o entendimento de Dye (2001) que compreende que a divulgação da informação está inserida na Teoria dos Jogos, pois o gestor sempre busca o equilíbrio entre o custo e o benefício da informação evidenciada. Nesse sentido, a presente pesquisa utiliza como teoria que sustenta o estudo, tanto a Teoria da Divulgação, quanto a Teoria dos Jogos mencionada por Dye (2001), uma vez que a análise de conteúdo realizada nos Relatórios de Administração procura identificar se o principal enfoque desse documento é influenciado pelo desempenho da empresa. Assim, o gestor poderia escolher, ou julgar quais informações ele considera como positivas em detrimento daquelas que poderiam não ser tão boas.

Nesse estudo foram testadas as seguintes hipóteses de pesquisa:

H₀₁ – Não existe variação no enfoque informacional dos Relatórios de Administração em situação de melhor desempenho.

H₀₂ – Não existe variação no enfoque informacional dos Relatórios de Administração em situação de pior desempenho.

O enfoque da informação foi definido por meio da análise de conteúdo, fazendo uso da técnica orientada por Bardin (1995). Segundo ela, a análise de conteúdo organiza-se em torno

de três pólos cronológicos: a) Pré-análise; b) Exploração do Material; e c) O tratamento dos resultados, a inferência e a interpretação.

Os relatórios foram lidos e os indicadores foram definidos e um quadro contendo as principais expressões que indicam cada enfoque foi preparado, levando em consideração os termos contidos nos relatórios que compuseram a amostra. Foram identificados dez enfoques principais (variáveis dependentes), os quais são apresentados a no Quadro 1:

Quadro 1: Definição dos Enfoques Operacionais

Indicador	Definição
Operacional	Nesse enfoque o gestor enfatiza atividades rotineiras da empresa, como funcionamento do setor produtivo, forma de produção, tipos de produtos, alteração de embalagens, entre outros fatores de produção.
Fluxo de Caixa	A informação com enfoque em fluxo de caixa evidencia principalmente o EBITDA, apresentando qual foi o caixa gerado pela atividade naquele período.
Resultado	O indicador com foco no resultado explica o lucro contábil, subdividido em lucro bruto, lucro operacional e lucro líquido.
Faturamento	Esse indicador demonstra a ênfase que o gestor dá ao faturamento da empresa, citando as vendas e a receita auferida pela empresa no período.
Conjuntura Econômica	Esse enfoque enfatiza informações sobre geração de emprego, taxas de juros, variações cambiais, crise econômica, custo de capital, dentre outros.
Mercado	O indicador com foco no mercado evidencia a participação da empresa no mercado, demonstrando a sua ampliação por meio da abertura de filiais, importação e exportação de produtos.
Responsabilidade Social e Ambiental	Nesse enfoque os gestores relatam todo investimento que a empresa realiza em projetos sociais, capacitação de colaboradores, sustentabilidade, proteção e preservação ambiental, instalação de equipamentos que não agredem o meio ambiente.
Governança Corporativa	Por meio desse enfoque os gestores apresentam que as informações são tomadas sem gerar conflitos entre acionistas e gestores, relacionamento com auditores independentes, transparência, equidade, prestação de contas e cumprimento das leis.
Tecnologia	Nesse enfoque fica enfatizado o investimento que a empresa realiza em melhoria dos equipamentos, bem como em tecnologia da informação.
Fontes e Usos de Recursos	Nesse enfoque é apresentado como a empresa capta seus recursos e onde ela aplica, portanto são mencionados termos como capital próprio e de terceiros, empréstimos e financiamento, endividamento, investimentos, aquisições, participações, novos negócios, novas lojas, novos produtos, dentre outros.

Para classificar as empresas em melhor ou pior desempenho, foi usado como base o estudo realizado por Lyra e Corrar (2009). Usando a técnica *Delphi* com especialistas no Brasil em Análise das Demonstrações Contábeis, em uma pesquisa com três rodadas identificaram os seguintes indicadores como sendo os mais apropriados para avaliação de desempenho: Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido, Rentabilidade sobre o Ativo, Liquidez Corrente, Composição do Endividamento, Crescimento das vendas, Margem Líquida e Giro do Ativo.

A amostra foi constituída pelas empresas que participavam com 1% ou mais do IBOVESPA no ano de 2010. Essas mesmas empresas foram utilizadas longitudinalmente, considerando uma janela temporal de 5 anos – 2006 – 2010. Desse modo, o efeito negativo de existirem empresas com dados em branco no teste foi eliminado, proporcionando um tratamento mais adequado. A amostra ficou constituída por 33 empresas e 161 casos, em virtude de serem utilizados os dados dessas empresas nos últimos 5 anos. Duas empresas participantes (CIELO e BM&FBOVESPA) do índice em 2010 não apresentaram dados nos anos de 2006 e 2007 sendo, portanto, eliminadas nesse período. A empresa OGX Petróleo também foi excluída da amostra por não divulgar diversas informações, as quais impossibilitaram o cálculo dos indicadores. Durante o período de análise, as empresas que foram selecionadas para compor a amostra representaram 80% do movimento do índice no ano de 2010, sendo, portanto, capazes de representar adequadamente todas as empresas que

compõem o IBOVESPA. A população da presente pesquisa foram as empresas listadas na BM&FBOVESPA, que correspondem a 533 empresas no momento da investigação.

Para determinação da variável desempenho, foram utilizados os seguintes indicadores: Rentabilidade do Patrimônio Líquido (*ROE – média on Equity*), Rentabilidade do Ativo (*ROA – média on Assets*), Liquidez Corrente (LC), Composição do Endividamento (DIV), Crescimento das vendas (VND), Margem Líquida (ML) e Giro do Ativo (GA). Assim, o desempenho por empresa/período foi dado pela soma ponderada de cada indicador, conforme modelo a seguir:

$$D = w_1ROE + w_2ROA + w_3LC + w_4DIV + w_5VND + w_6ML + w_7GA \text{ e } \sum w = 1 \quad (1)$$

onde: D = Desempenho da empresa, e; w = Peso do Indicador.

Para atribuir peso ao indicador, foi utilizado o resultado do estudo de Lyra e Corrar (2009), que além de eleger os indicadores mais relevantes para avaliar o desempenho empresarial, também construiu uma escala hierárquica, definindo um peso para cada indicador, cuja hierarquia foi transformada em uma escala ponderada para aplicação nesse estudo, sendo Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido: 30,30%; Rentabilidade sobre o Ativo: 19,30%; Liquidez Corrente: 17,30%; Composição do Endividamento: 11,10%; Crescimento das Vendas: 9,20%; Margem Líquida: 7,20% e Giro do Ativo: 5,60%.

Os enfoques foram definidos por meio da análise de conteúdo, que foi realizada mediante a análise infométrica dos Ras, com o apoio do *software* ATLAS TI. Todos os Ras foram submetidos à análise de conteúdo por meio da qual foi identificada a frequência das expressões pré-definidas. Em seguida foi calculada a participação percentual dessas expressões em relação ao número total de expressões encontradas. O escore de cada uma das variáveis de enfoque (E), por empresa/período, foi dado pelo modelo a seguir:

$$E_j = \frac{f_j E_j}{\sum_{i=1}^n f_i E_i} \quad (2)$$

onde:

E_j = Escore relativo do enfoque j ;

f = Frequência absoluta de expressões do enfoque;

n = Número de enfoques definidos para o modelo.

As empresas da amostra, a partir do escore de desempenho, foram classificadas em dois grupos: Grupo A, correspondendo ao 1º tercil (empresas com desempenho inferior) e Grupo B, equivalente ao 3º tercil (empresas com desempenho superior).

As empresas do 2º tercil não foram incluídas de forma a minimizar o erro de classificação das empresas que se encontrarem na região de fronteira (*fuzzy*) entre desempenho superior e inferior (ZADEH, 1965).

A Regressão com dados em painel foi a ferramenta estatística utilizada para possibilitar que as hipóteses fossem avaliadas. A partir de referida metodologia, o poder explicativo dos indicadores de desempenho foram testados, com intuito de verificar se algum indicador de desempenho pode explicar ou prever determinado enfoque informacional.

O modelo geral para análises econométricas utilizando dados em painel é representado de modo simplificado por:

$$y_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it}x_{1it} + \dots + \beta_{nit}x_{kit} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Onde o subscrito i denota os diferentes indivíduos e o subscrito t denota o período de tempo que está sendo analisado. B_0 refere-se ao parâmetro de intercepto, β_k ao coeficiente angular correspondente à k -ésima variável explicativa do modelo e ε é o termo de erro

aleatório. Para a operacionalização são também identificadas algumas variações tais como os modelos de Efeitos Fixos (FE – *Fixed Effects*) e de Efeitos Aleatórios (RE – *Random Effects*). O modelo de efeitos fixos, por meio do intercepto, busca controlar os efeitos das variáveis omitidas que variam entre indivíduos, mas que permanecem constantes ao longo do tempo. Desse modo, o modelo de efeitos fixos é dado por:

$$y_{it} = \beta_{0i} + \beta_1 x_{1it} + \dots + \beta_k x_{kit} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

O modelo de efeitos fixos relaxa o pressuposto de que a função de regressão é constante no tempo e no espaço. Este modelo permite que cada unidade *cross-sectional* tenha seu próprio termo constante e ele permanece invariável no tempo (BAUM, 2006, p. 221). Este modelo pode ser considerado a melhor opção para modelar os dados em painel quando o intercepto for correlacionado com as variáveis explicativas em qualquer período de tempo ou quando as observações são obtidas de toda a população e o que se deseja fazer são inferências para os indivíduos dos quais se dispõe de dados.

Por outro lado, o modelo de efeitos aleatórios considera que os interceptos α_i representam extrações independentes de uma população subjacente. O modelo geral de efeitos aleatórios é dado por:

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_1 x_{1it} + \dots + \beta_k x_{kit} + v_{it} \quad (5)$$

Em que $v_{it} = e_{it} + \alpha_i$ representa o erro. Este modelo possibilita a incorporação de variáveis que são constantes ao longo do intervalo de tempo, mas que variam entre os indivíduos.

Para detectar a conveniência da utilização do modelo de efeitos fixos ou do modelo de efeitos aleatórios no conjunto de dados, empregou-se o teste *Hausman*. Algebricamente o teste é dado por:

$$H = (\tilde{\beta}_{RE} - \tilde{\beta}_{FE})' (\Sigma FE - \Sigma RE)^{-1} (\tilde{\beta}_{RE} - \tilde{\beta}_{FE}) \sim \chi^2(k) \quad (6)$$

O teste de *Hausman* tem por hipótese nula de que as condições extra ortogonais impostas pelo estimador de efeitos aleatórios é válida. (BAUM, 2006). Se os regressores estão correlacionados com u_i , o estimador FE é consistente e RE é inconsistente. Se os regressores não estão correlacionados com u_i , o estimar FE ainda é consistente, porém ineficiente, enquanto RE é consistente e eficiente. Para proceder ao teste são comparados os coeficientes (β) estimados pelo FE e RE em uma distribuição probabilística qui-quadrada (χ^2) com o número de graus de liberdade equivalente ao número de variáveis do modelo (k). Se ambos estimadores produzirem coeficientes angulares consistentes, eles não serão significativamente diferentes. Entretanto, se o pressuposto da ortogonalidade é violado, as inconsistências dos coeficientes estimados por RE serão significativamente diferentes das estimativas FE. (BAUM, 2006). Para essa estatística, a rejeição da hipótese nula pode ser interpretada como um indicativo de que o modelo de efeitos fixos é o mais adequado.

A partir das variáveis independentes (*ROE*, *ROA*, *LC*, *DIV*, *VND*, *ML* e *GA*), e as variáveis dependentes de enfoque (E_j) a serem testadas individualmente, tem-se o modelo estimador de efeitos fixos:

$$E_{jt} = \beta_{0j} + \beta(ROE)_{jt} + \beta(ROA)_{jt} + \beta(LC)_{jt} + \beta(DIV)_{jt} + \beta(VND)_{jt} + \beta(ML)_{jt} + \beta(GA)_{jt} + \varepsilon_{jt} \quad (7)$$

Onde, E = *Oper*, *FC*, *Fat*, *Res*, *Merc*, *CE*, *GC*, *Tec*, *RSA* e *FUR*; j = empresa; t = ano.

Da mesma forma, o estimador para efeitos aleatórios é dado por:

$$E_{jt} = \bar{\beta}_0 + \beta(ROE)_{jt} + \beta(ROA)_{jt} + \beta(LC)_{jt} + \beta(DIV)_{jt} + \beta(VND)_{jt} + \beta(ML)_{jt} + \beta(GA)_{jt} + v_{jt} \quad (8)$$

Em virtude da característica da amostra da pesquisa e dos dados, cujo objetivo é avaliar a influência dos indicadores de desempenho nos enfoques informacionais do Relatório da Administração, considera-se mais adequado que seja usada a regressão com erros-padrão robustos por *clusters* (WOOLDRIDGE, 2003). Outra vantagem da regressão *clusterizada* com erros robustos é que ela apresenta os erros-padrão corrigidos por heterocedasticidade (CAMERON e TRIVEDI, 2009).

Segundo Petersen (2009), dentre as várias modelagens disponíveis, quando se considera o efeito do tempo (mês, ano) ou do indivíduo (empresa, país), somente os erros-padrão *clusterizados* são não-viesados porque eles levam em consideração a dependência dos resíduos criados pelo efeito dos indivíduos. Ainda, segundo Peterson (2009), como nessa modelagem o erro-padrão agrupado (*clusterizado*) não impõe nenhuma restrição sobre a estrutura de correlação dos resíduos dentro de um *cluster*, sua consistência fica condicionada à existência de um número suficiente de *clusters*.

4 ANÁLISE DE DADOS

4.1 Estatística Descritiva dos Dados

Primeiramente foi realizada Estatística Descritiva dos indicadores de desempenho conforme discriminado na Tabela 1.

Tabela 1: Estatística Descritiva dos Indicadores de Desempenho

	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
Rentabilidade do PL - ROE	154	-0,9271	8,7629	0,225371	0,7412120
Rentabilidade Ativo - ROA	161	-0,3945	0,6368	0,047048	0,1039380
Liquidez Corrente - LC	159	0,0000	4,9800	1,728868	0,8128501
Endividamento - DIV	160	0,1486	0,9988	0,487719	0,1984968
Crescimento das Vendas - VND	152	-0,7248	3,7416	0,323038	0,5646786
Margem Líquida - ML	159	-1,0279	0,9567	0,132462	0,2167884
Giro do Ativo - GA	161	0,0058	1,8849	0,466983	0,3608777
Observações válidas	144				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output SPSS (2011)

Como é possível observar na Tabela 1, a média geral de Retorno sobre o Patrimônio Líquido das empresas participantes da amostra foi de 22% enquanto que o Retorno sobre o Ativo apresentou média geral de 4%. A Liquidez Corrente teve média de 1,73 e o nível de endividamento das empresas ficou em torno de 48%. Com relação ao crescimento das vendas, houve índice médio de 32%. O indicador da Margem Líquida demonstrou que em média as empresas apresentam taxa de lucratividade de 13% e por fim o Ativo das empresas da amostra girou aproximadamente 0,46 vezes.

Tabela 2: Estatística Descritiva dos Enfoques

	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
Operacional	161	2,90	31,34	13,051	5,71682
Fluxo de Caixa	161	0,00	16,72	2,6162	2,67938
Resultado	161	4,00	31,09	13,996	5,85574
Faturamento	161	0,00	34,70	7,6195	5,98502
Mercado	161	4,42	34,62	15,684	5,71612
Resp. Social e Ambiental	161	0,00	22,32	9,8665	5,24586
Governança Corporativa	161	2,99	43,36	16,119	8,27284
Tecnologia	161	0,00	17,89	1,9734	2,30565
Fontes e Usos de Recursos	161	3,33	26,21	13,268	4,80292
Observações válidas	161				

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output SPSS (2011)

A Estatística Descritiva dos Enfoques mostra que a média de participação do Enfoque Operacional nos Relatórios de Administração das empresas foi de 13%, já o Enfoque em Fluxo de Caixa teve participação média de aproximadamente 3%. O Enfoque em Resultado participou com 14% e o Enfoque em Faturamento não alcançou 8% em média. O Enfoque em Mercado foi o segundo maior em participação média, com aproximadamente 16%, ficando abaixo somente do Enfoque em Governança Corporativa, que apresentou média pouco superior a 16%. O Enfoque em Tecnologia foi o que apresentou menor participação nos relatórios analisados, ficando abaixo dos 2%. Responsabilidade Social e Ambiental teve participação média em torno de 10% e por fim Fontes e Usos de Recursos, que participaram em média com 13% das informações gerais. Portanto, percebe-se na amostra analisada uma participação mais intensa de informações sobre Governança Corporativa e menos intensa em Tecnologia.

4.2 Resultados dos Dados em Painel

Para a escolha entre os modelos de dados em painel de efeitos fixos (FE) e efeitos aleatórios (RE), aplicou-se, inicialmente o teste do multiplicador lagrangeano de *Breusch e Pagan*, seguido dos testes de *Hausman* e de *Chow*. O teste de *Breusch e Pagan* tem por hipótese nula que o modelo de efeitos aleatórios é o mais adequado (BAUM, 2003).

4.2.1 Empresas do grupo com Melhor Desempenho

No grupo de empresas com Melhor Desempenho, os enfoques Resultado e Mercado tiveram a hipótese nula rejeitada no teste de *Hausman*, sendo o modelo de efeitos fixos o mais adequado (Tabela 3).

Tabela 3: Teste de *Hausman* para Empresas com Melhor Desempenho

Variável	Teste de <i>Hausman</i> χ^2	<i>p</i> -valor	Estimador H_0 : Efeito Aleatório
Operacional	3,10	0,8753	Efeito Aleatório
Fluxo de Caixa	3,43	0,8429	Efeito Aleatório
Resultado	16,24	0,0273	Efeito Fixo
Faturamento	4,23	0,7532	Efeito Aleatório
Conjuntura Econômica	7,81	0,3495	Efeito Aleatório
Mercado	15,41	0,0311	Efeito Fixo
Resp. Social e Ambiental	7,38	0,3909	Efeito Aleatório
Governança Corporativa	5,96	0,5444	Efeito Aleatório
Tecnologia	1,34	0,9874	Efeito Aleatório
Fontes e Usos de Recursos	13,71	0,0566	Efeito Aleatório

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

De acordo com os indicadores e respectivo escore sugerido por Lyra e Corrar (2009), os enfoques influenciados por indicadores de desempenho foram Resultado (Res), Mercado (Merc), Tecnologia (Tec) e Fontes e Usos de Recursos (FUR). Os outros seis enfoques não apresentaram significância estatística. Observa-se que, nesse grupo, 40% dos enfoques são influenciados por indicadores de resultado enquanto que no grupo de empresas com Pior Desempenho esse percentual aumenta para 70%, indicando que o último grupo é mais influenciado que o primeiro.

Tabela 4: Regressão em Panel – Empresas do grupo com Melhor Desempenho

Enfoque	Indicador	Painel Robusto			P > t	Intervalo de confiança 95%	
		Coefficiente	Erro Padrão	t			
Res	ROA	-0,653844	0,250759	-2,61	0,016	-1,172.579	-0,1351098
	LC	-0,036372	0,011863	-3,07	0,005	-0,0609132	-0,0118311
	ML	0,216864	0,035009	6,19	0,000	0,1444432	0,2892850
Merc	ROE	-0,193943	0,046833	-4,14	0,000	-0,2908239	-0,097061
	ROA	1,048.776	0,209216	5,01	0,000	0,6159792	1,481.573
	ML	-0,111063	0,022102	-5,03	0,000	-0,1567830	-0,0653420
Tec	ROE	0,037013	0,012235	3,03	0,002	0,0130334	0,0609933
	ROA	-0,284140	0,056445	-5,03	0,000	-0,3947706	-0,1735092
	LC	-0,007007	0,002049	-3,42	0,001	-0,0110216	-0,0029915
	VND	0,019031	0,008503	2,24	0,025	0,0023648	0,0356965
	ML	0,062212	0,01386	4,49	0,000	0,0350472	0,0893761
FUR	ROE	-0,065133	0,023000	-2,83	0,005	-0,1102132	-0,0200532
	ROA	0,2758932	0,136253	2,02	0,043	0,0088433	0,5429432
	LC	0,0119992	0,005093	2,36	0,018	0,0020174	0,0219810

Fonte: Dados da pesquisa provenientes do Output Stata (2011)

Na Tabela 4 observa-se que o enfoque em Resultado tem relação com os indicadores Rentabilidade sobre o Ativo (ROA), Liquidez Corrente (LC) e Margem Líquida (ML). Partindo dos coeficientes do ROA e da LC, evidencia-se que na presença de índices pobres o RA tende a trata-los com mais densidade, revestindo-se, de alguma forma, como um meio de justificar a situação. Com relação a ML a ênfase é associada positivamente. Na medida em que esse indicador aumenta o enfoque em Resultado é mais denso no relatório da empresa. Essa análise indica que o enfoque em Resultado depende do sucesso da ML.

No enfoque Mercado, três indicadores exerceram influência: Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido (ROE); Rentabilidade sobre o Ativo (ROA), e; Margem Líquida (ML). O ROE e a ML incrementam o enfoque informacional sobre mercado na medida em que se apresentam com indicadores pobres, enquanto que o ROA provoca aumento de informações sobre mercado quando apresenta índice mais robusto. Nas empresas de Melhor Desempenho, informações sobre mercado são utilizadas para justificar problemas na rentabilidade e lucratividade, intensificando expressões como concorrência e competitividade.

O enfoque sobre Tecnologia desse grupo de empresas é influenciado por cinco dos sete indicadores analisados: Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE); Crescimento das Vendas (VND), e; Margem Líquida (ML) – tem associação com movimento no mesmo sentido, portanto quando esses indicadores são positivos, mais ênfase é dada a informações sobre tecnologia no Relatório da Administração. Os outros dois indicadores: Retorno sobre o Ativo (ROA), e; Liquidez Corrente (LC) – tem associação de movimento em sentido contrário. Assim, quanto maiores forem esses indicadores a empresa tende a dar menos ênfase sobre tecnologia em seus relatórios.

O enfoque sobre Fontes e Usos de Recursos, tem relação com três indicadores: Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE); Retorno sobre o Ativo (ROA), e; Liquidez Corrente (LC). O ROE impulsiona informações sobre Fontes e Usos de Recursos – FUR na medida em que seu índice é baixo, enquanto que ROA e LC geram incremento de informações sobre FUR na medida em que eles aumentam, ou seja, quanto maior o índice de LC e ROA, mais informações sobre Fontes e Usos de Recursos é evidenciada no Relatório da Administração.

4.2.2 Empresas do Grupo com Pior Desempenho

Para este grupo de empresas, em cada um dos enfoques a hipótese nula do teste de Hausman não foi rejeitada, sendo o modelo de efeitos aleatórios o mais adequado.

De acordo com o escore proposto pelo estudo de Lyra e Corrar (2009), os enfoques: Operacional (Oper), Fluxo de Caixa (FC), Faturamento (Fatur), Conjuntura Econômica (CE), Mercado (Merc), Tecnologia (Tec), Fontes e Usos de Recursos (FUR) demonstraram ser influenciados pelos indicadores de desempenho. Já o enfoque sobre Resultado, Responsabilidade Social e Ambiental e Governança Corporativa não apresentaram influência de nenhum indicador.

Tabela 5: Regressão em Paineis – Empresas do grupo com Pior Desempenho

Enfoque	Indicador	Painel Robusto			P > t	Intervalo de confiança 95%	
		Coefficiente	Erro Padrão	t			
Oper	ROA	-0,219971	0,106781	-2,06	0,039	-0,429257	-0,010685
	GA	0,061552	0,014575	4,22	0,000	0,032985	0,090118
FC	DIV	-0,047001	0,018375	-2,56	0,011	-0,08302	-0,01099
Fatur	LC	0,024614	0,009794	2,51	0,012	0,00542	0,043809
CE	LC	-0,019821	0,009594	-2,07	0,039	-0,038625	-0,001016
	GA	-0,041529	0,015162	-2,74	0,006	-0,071245	-0,011812
Merc	ROA	-0,344583	0,153211	-2,25	0,025	-0,64487	-0,04430
Tec	ML	-0,042180	0,007551	-5,59	0,000	-0,05698	-0,027381
FUR	DIV	-0,129463	0,059243	-2,19	0,029	-0,24558	-0,013349

Fonte: Dados da pesquisa (2011)

Na Tabela 5 pode ser observado que o enfoque operacional é influenciado pelos indicadores Retorno sobre o Ativo (ROA) e Giro do Ativo (GA), no primeiro o sinal do coeficiente denota, que quando a rentabilidade dos ativos é insatisfatória a empresa tende a chamar a atenção do usuário para questões operacionais, enquanto que no segundo, com movimento no mesmo sentido, se o GA é positivo, o enfoque em informações operacionais é alto, e se o GA é baixo, o Relatório da Administração não enfatiza o operacional. Com relação ao Endividamento observou-se sinal negativo no coeficiente, implicando que se o Endividamento está alto, informações sobre FC são evitadas, uma vez que se o respectivo indicador está acima do esperado, depreende-se que a geração de caixa pela própria atividade está comprometida, levando a empresa buscar esses recursos em outras fontes.

O enfoque em Faturamento está associado positivamente com o indicador de Liquidez Corrente (LC). Esse comportamento parece lógico, pois se o faturamento é alto, consequentemente as contas do Ativo Circulante aumentam e isso melhora o indicador de liquidez, do que se produz elementos para destacar este aspecto no RA. A Conjuntura Econômica recebe mais ênfase na medida em que os indicadores de Liquidez Corrente (LC) e Giro do Ativo (GA) são menores. Percebe-se, nessa análise, que a empresa tende a justificar LC e GA baixos com a Conjuntura Econômica na qual está inserida, enfatizando questões como crise, taxas de juros etc.

O indicador de Retorno do Ativo (ROA) está inversamente associado com o enfoque Mercado. Conclui-se, portanto, que há uma tentativa de explicar um ROA insatisfatório com informações mercadológicas. O Enfoque em Tecnologia também influenciado de forma destacada e inversa pela Margem Líquida (ML), evidenciando que quando a lucratividade apresenta índice com desempenho pobre, há tendência é desviar atenção do usuário com informações de caráter tecnológico, demonstrando que a ML diminui em virtude do aumento dos investimentos em tecnologia ou porque a área tecnológica está deficitária culminando em redução dos lucros. Por fim, o enfoque em Fontes e Usos de Recursos recebe influência inversa do indicador de Endividamento. Quanto maior o Endividamento, menos ênfase é dada no Relatório da Administração sobre informações que divulgam as Fontes e Usos de Recursos.

4.2.3 Análise Comparativa

No resumo comparativo (os sinais representam a inclinação do coeficiente angular) entre empresas do grupo de Pior e Melhor Desempenho (Quadro 2) observa-se que ambos têm os enfoques informacionais influenciados pelos indicadores de desempenho. No primeiro grupo percebe-se que o Retorno sobre o Patrimônio Líquido não exerce influência em nenhum enfoque informacional, enquanto que no segundo grupo este indicador tem relação significativa com três enfoques. Outro aspecto demonstrado é que o Endividamento e Giro do Ativo exercem influência apenas nos enfoques dos relatórios das empresas do grupo de Melhor Desempenho, já o indicador de crescimento das Vendas está associado com enfoques informacionais das empresas do grupo de Pior Desempenho. Ainda consta que o enfoque em Resultado não é influenciado por nenhum indicador nas empresas do grupo de Pior Desempenho enquanto que no grupo de Melhor Desempenho ele tem influência do Retorno sobre o Ativo, Liquidez Corrente e Margem Líquida. Considerando o exposto, rejeita-se a hipótese nula de que não existe variação no enfoque entre empresas de pior e melhor desempenho.

Quadro 2: Resumo comparativo os grupos de Pior e Melhor Desempenho

Pior Desempenho								Melhor Desempenho							
	ROE	ROA	LC	DIV	VND	ML	GA		ROE	ROA	LC	DIV	VND	ML	GA
OPER		-					+	OPER							
FC				-				FC							
RES								RES		-	-			+	
FAT			+					FAT							
CE			-				-	CE							
MERC		-						MERC	-	+				-	
RSA								RSA							
GC								GC							
TEC						-		TEC	+	-	-		+	+	
FUR				-				FUR	-	+	+				

Um aspecto interessante nessa análise é que o enfoque em Resultado nas empresas do grupo de Pior Desempenho não sofre influência de nenhum indicador, indicando que a ênfase nesse tipo de informação independe do desempenho auferido pela entidade, enquanto que nas empresas de Melhor Desempenho o enfoque em Resultado sofre influência do Retorno sobre o Ativo, Liquidez Corrente e Margem Líquida, demonstrando que informações sobre lucro e retorno tem associação direta com os indicadores que os medem.

6 CONCLUSÃO

Com intuito de responder a questão de pesquisa, uma hipótese de teste foi constituída. Para que fosse possível aceitar ou rejeitar a hipótese, os dados foram submetidos à Regressão com Dados em Painel. As hipóteses testadas foram que a) não existe variação no enfoque informacional dos relatórios de administração em situação de melhor desempenho; b) não existe variação no enfoque informacional dos relatórios de administração em situação de pior desempenho. Os grupos de Melhor e Pior Desempenho foram formados com base no score

proposto por Lyra e Corrar (2009) e para evitar equívocos de classificação, houve descarte das empresas do segundo tercil.

De acordo com o resumo comparativo entre empresas do grupo de Pior e Melhor Desempenho observou-se que ambos têm os enfoques informacionais influenciados pelos indicadores de desempenho. No primeiro grupo percebeu-se que o Retorno sobre o Patrimônio Líquido não exerce influência em nenhum enfoque informacional, enquanto que no segundo grupo este indicador tem relação significativa com três enfoques. Outro aspecto demonstrado é que o Endividamento e Giro do Ativo exercem influência apenas nos enfoques dos relatórios das empresas do grupo de Melhor Desempenho, já o indicador de crescimento das Vendas está associado com enfoques informacionais das empresas do grupo de Pior Desempenho. Ainda consta que o enfoque em Resultado não é influenciado por nenhum indicador nas empresas do grupo de Pior Desempenho enquanto que no grupo de Melhor Desempenho ele tem influência do Retorno sobre o Ativo, Liquidez Corrente e Margem Líquida. Considerando o exposto, rejeitam-se as hipóteses de que não existe variação no enfoque entre empresas de pior e melhor desempenho.

Ao analisar as empresas classificadas como Pior e Melhor Desempenho, foi possível responder a primeira parte da questão de pesquisa que investiga se o padrão informacional do Relatório de Administração das empresas altera-se em virtude da variação do desempenho. Com base nesse resultado é possível reconhecer a existência de um padrão informacional para as empresas relacionado com o desempenho. Para as empresas classificadas no grupo de Pior Desempenho, existe um padrão de informação relacionado com os indicadores ROE e VND e com os enfoques Resultado, Responsabilidade Social e Ambiental e Governança Corporativa, visto que nenhum desses indicadores ou enfoques indica influenciar ou receber influência no Relatório da Administração. Em compensação os outros cinco indicadores e sete enfoques apresentam essa relação de influência.

O padrão informacional das empresas do grupo de Melhor Desempenho está relacionado com os indicadores VND e GA e com os enfoques Operacional, Fluxo de Caixa, Faturamento, Conjuntura Econômica, Responsabilidade Social e Ambiental e Governança Corporativa, uma vez que estes indicadores e enfoques não influenciam e nem são influenciados. Já os indicadores ROE, ROA, LC, DIV e ML influenciam pelo menos um enfoque informacional e os enfoques Resultado, Mercado, Tecnologia e Fontes e Usos de Recursos são influenciados por até cinco indicadores. Dessa forma conclui-se que existe um padrão informacional vinculado com o desempenho empresarial.

Por não serem encontradas referências científicas sobre quais expressões que representam cada enfoque, bem como das definições dos próprios enfoques, considera-se essa estruturação como uma limitação da pesquisa, visto que se outros enfoques forem considerados ou outras expressões forem relacionadas aos enfoques, é possível que um resultado diferente seja encontrado. Vale salientar que a definição tanto dos enfoques quanto das expressões deu-se em virtude da análise dos próprios Relatórios da Administração. As análises foram realizadas sem considerar os ramos de atividades nos quais as empresas estavam inseridas e como o ramo de atividade influencia as expressões do Relatório da Administração, considera-se esse fato como sendo outra limitação do estudo.

Como o presente estudo não realizou a análise por ramo de atividade, recomenda-se que outros estudos sejam realizados considerando o ramo de atividade em que a empresa está inserida e verificar se existe diferença nos enfoques informacionais entre os ramos de atividades.

REFERÊNCIAS

AHMED, Kamran; COURTIS, Jonh K., Association between corporate characteristics and disclosure

levels in annual reports: a meta analysis. *British Accounting Review*. Klindinton n. 31, p. 35-61, 1999. DOI: 10.1006/bare.1998.0082

ALENCAR, Roberta Carvalho de, LOPES, Alessandro Broedel. Custo de Capital Próprio e o Nível de *Disclosure* nas empresas brasileiras. In CONGRESSO USP DE CONTABILIDADE E CONTROLADORIA, 5, 2005, São Paulo, **Anais...** São Paulo, 2005.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 2 ed. São Paulo, Atlas, 2006.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de Balanços**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

BAUM, Christopher F. **An Introduction to Modern Econometrics Using Stata**. Stata Press. (USA: Texas). 2006

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO, 2011. Disponível em: <http://www.bmfBOVESPA.com.br/empresas/pages/empresas_governanca-corporativa.asp>. Acesso em 25/01/11.

BOSCOV, Camila Pereira. **O enfoque gerencial na divulgação de informações por segmento**. 199 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Controladoria) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade – FEA da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2009.

CAMERON, A. C.; TRIVEDI, P. K. **Microeconometrics using Stata**. Texas: Stata, 2009.

CARVALHO *et al.* *Disclosure* e risco operacional: uma abordagem comparativa em instituições financeiras que atuam no Brasil, na Europa e nos Estados Unidos. **Caderno de pesquisa em Administração**. v. 39, n. 3, p. 264-273, 2004. Disponível em: <http://www.rausp.usp.br/busca/artigo.asp?num_artigo=1131>.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/indexpo.asp>> Acesso em 15/12/2010.

COSTA JUNIOR, Jorge Vieira da. Uma Avaliação do Nível de Evidenciação das Companhias Abertas, no Brasil, no Tórculo aos Instrumentos Financeiros. **Revista Contabilidade & Finanças – RCF**, São Paulo: n. 32, p. 23 - 39, Maio/Agosto 2003. <http://dx.doi.org/10.1590/S1519-70772003000200002>

DYE, Ronald A. An Evaluation of “Essays on *Disclosure*” and the *Disclosure* Literature in Accounting. **Journal of Accounting and Economics**, n. 32, p. 181-235, 2001. [http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00024-6](http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00024-6)

ENG, L. L.; MAK, Y. T. Corporate governance and voluntary *Disclosure*. **Journal of Accounting and Public Policy**. v. 22, n. 4, p. 325-345, 2003. [http://dx.doi.org/10.1016/S0278-4254\(03\)00037-1](http://dx.doi.org/10.1016/S0278-4254(03)00037-1)

FAMA, Eugene. Efficient Capital Markets II. **The Journal of finance**. v. 46. n. 5; p. 1.575-1.617. Chicago: University of Chicago. 1991. DOI: 10.2307/2325486

FINANCIAL Accounting Standards Board, Discussion Memorandum of the issues related to the Conceptual framework for financial accounting and reporting: elements of financial statements and their measurement. FASB, 2 Dez, 1976.

GIRIOLI, Lumila Souza. **Análise do uso de medidas de desempenho de empresas, presente nas pesquisas em contabilidade no Brasil**. 114 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade), Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo. Ribeirão Preto, 2010.

GONÇALVES Odair; OTT Ernani. A Evidenciação nas Companhias Brasileiras de Capital Aberto. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD, 26, 2002, Salvador. **Anais...** Salvador, 2002.

GONDRIGE, Enalto de Oliveira; ESPEJO, Márcia Maria dos Santos Bortolucci; CLEMENTE, Ademir; SILVA Wesley Vieira da. Fatores Explicativos do *Disclosure* Voluntário das Empresas Brasileiras de Capital Aberto sob a Perspectiva da Estrutura de Governança Corporativa e de Propriedade. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD, 35., 2011, Rio de Janeiro, **Anais...** Rio de Janeiro: ENANPAD, 2011. CD-ROM.

HENDRIKSEN, Eldon S. **Teoria da Contabilidade**. Eldon S. Hendriksen, Michael F. Van Breda; tradução de Antonio Zoratto Sanvicente – 1 ed. – 6 reimp – São Paulo: Atlas, 2007.

HOPE, Kristian. Firm-level *Disclosures* and the Relative Roles of Culture and Legal Origin. **Journal of International Financial Managerial and Accounting**. v.14, n.3, p. 218-248. 2003. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.380000>

IUDÍCIBUS, Sergio de. **Teoria da Contabilidade**. 7 ed. São Paulo: Atlas, 2004.

JENSEN, Michael C; MECKLING, William H. Theory of the firm; managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v.3, n4, p. 305-360, oct. 1976. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.94043>

LANZANA, Ana Paula. **A relação entre *Disclosure* e Governança Corporativa das empresas brasileiras**. 165 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade – FEA da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2004.

LIMA, Emanuel Marcos. **Análise comparativa entre o índice de *Disclosure* e a importância atribuída por *stakeholders* a informações consideradas relevantes para fins de divulgação em instituições filantrópicas de ensino superior no Brasil: uma abordagem da teoria da divulgação**. 201 f. Teses (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade – FEA da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2009.

LOPES, Alexsandro; MARTINS, Eliseu. **Teoria da contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2005.

LYRA, Ricardo Luiz Wüst Corrêa de; CORRAR, Luiz João. A Percepção dos Docentes quanto os Indicadores Contábeis: Um Estudo Exploratório utilizando a técnica Delphi. CONGRESSO IAAER – ANPCONT 2009, 3., **Anais...** São Paulo, 2009. CD-ROM.

MACKINLAY Craig. Event Studies in Economics and Finance. **Journal of Economics Literature**. v. 35. p. 13-39. Março – 1997. Disponível em: <<http://www-jstor-org.ez22.periodicos.capes.gov.br/stable/2729691>>.

MALACRIDA, Mara Jane Contrera, YAMAMOTO Marina Mitiyo. Governança Corporativa: Nível de Evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do IBOVESPA. **Revista Contabilidade e Finanças – RCF**, São Paulo, Edição Comemorativa, p. 65 – 79, Setembro, 2006. <http://dx.doi.org/10.1590/S1519-70772006000400006>

MARION, José Carlos. **Análise das demonstrações contábeis**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

MATARAZZO, Dante C. **Análise Financeira de Balanços: Abordagem Básica e Gerencial**. 5ª Edição. São Paulo: Atlas, 1998.

NUNES, Tânia Cristina da Silva. **Indicadores contábeis como medida de risco e retorno diferenciados de empresas sustentáveis: Um estudo no mercado brasileiro**. 182 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade – FEA da Universidade de São Paulo. São Paulo. 2010

ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO – OCDE – **O Princípio da OCDE sobre Governo das Sociedades**. 2004. Disponível em <<http://www.browse.oecdbookshop.org/oecd/pdfs/browseit/260402UE.PDF>>. Acesso em: 24/01/2010.

PATEL Sandeep; BALIC Amra; BWAKIRA Liliane. Measuring transparency and *Disclosure* at firm-level in emerging markets. **Emerging Market Review** 3, p. 325-337. 2002. <http://www.elsevier.com/locate/inca/620356>

PETERSEN, Mitchell A. Estimating standard errors in finance panel data sets: comparing approaches. **The Review of Financial Studies** v. 22, n.1, 2009. doi: 10.1093/rfs/hhn053

PONTE, Vera Maria Rodrigues e OLIVEIRA, Marcelle Colares. A Prática da Evidenciação de Informações Avançadas e Não Obrigatórias nas Demonstrações Contábeis das Empresas Brasileiras. **Revista Contabilidade & Finanças - RCF**, São Paulo, n. 36, p. 7 - 20, Set/Dez, 2004. <http://dx.doi.org/10.1590/S1519-70772004000300001>

PONTE, Vera Maria Rodrigues; OLIVEIRA Marcelle Colares; MOURA Héber; CARMO Renata Coelho de Almeida do. Análise das práticas de evidenciação de informações obrigatórias, não-obrigatórias e avançadas nas demonstrações contábeis das sociedades anônimas no Brasil: um estudo comparativo dos exercícios de 2002 e 2005. **Revista Contabilidade & Finanças - RCF** v.18 n.45, São Paulo, Set/Dez, 2007. <http://dx.doi.org/10.1590/S1519-70772007000400005>

SOARES, Maria Aparecida. **Análise de Indicadores para avaliação de desempenho econômico-financeiro de operadoras de planos de saúde brasileiras: uma aplicação da análise fatorial**. 130 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade – FEA, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2006.

VERRECCHIA, Robert E. Essays on *Disclosure*. **Journal of Accounting and Economics**, n° 32, p. 97-180, 2001. [http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00025-8](http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00025-8)

ZADEH, Lofti A. Fuzzy sets. **Information and Control**. 8: 338–353 1965.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Econometric analysis of cross section and panel data**. 2 Ed. Massachusetts Institute of Technology. (USA: Massachusetts). 2010.