



Revista Contemporânea de Contabilidade

ISSN: 1807-1821

senssclin@gmail.com

Universidade Federal de Santa Catarina
Brasil

Benassi Bachmann, Ramon Kael; da Fonseca Tonin, Joyce Menezes; Colauto, Romualdo Douglas;
Scherer, Luciano Márcio

Reflexos do desempenho financeiro nas boas notícias: análise linguística em companhias brasileiras
transparentes

Revista Contemporânea de Contabilidade, vol. 11, núm. 22, enero-abril, 2014, pp. 49-72

Universidade Federal de Santa Catarina
Florianópolis, Brasil

Disponível em: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=76230154004>

- 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

Reflexos do desempenho financeiro nas boas notícias: análise linguística em companhias brasileiras transparentes

Reflex of financial performance on good news: linguistical analysis in transparent brazilian companies

Reflejos del desempeño financiero en las buenas noticias: análisis lingüísticas en compañías brasileñas transparentes

Ramon Kael Benassi Bachmann

Mestre em Contabilidade pela Universidade Federal do Paraná

Endereço: Avenida Prefeito Lothário Meissner, nº 632, Bairro Jardim Botânico

CEP: 80210-170 – Curitiba/PR – Brasil

E-mail: ramon_bach@yahoo.com.br

Telefone: (41) 9675-2860

Joyce Menezes da Fonseca Tonin

Mestre em Contabilidade pela Universidade Federal do Paraná

Endereço: Avenida Prefeito Lothário Meissner, nº 632, Bairro Jardim Botânico

CEP: 80210-170 – Curitiba/PR – Brasil

E-mail: joycemftonin@gmail.com

Telefone: (41) 3360-4411

Romualdo Douglas Colauto

Doutor em Engenharia de Produção pela Universidade Federal de Santa Catarina

Professor do PPG – Mestrado em Contabilidade da Universidade Federal do Paraná

Endereço: Avenida Prefeito Lothário Meissner, nº 632, Bairro Jardim Botânico

CEP: 80210-170 – Curitiba/PR – Brasil

E-mail: rdcolauto@ufpr.br

Telefone: (41) 3360-4411

Luciano Márcio Scherer

Doutor em Contabilidade pela Universidade de São Paulo

Professor do PPG – Mestrado em Contabilidade da Universidade Federal do Paraná

Endereço: Avenida Prefeito Lothário Meissner, nº 632, Bairro Jardim Botânico

CEP: 80210-170 – Curitiba/PR – Brasil

E-mail: lmscherer@ufpr.br

Telefone: (41) 3360-4411

Artigo recebido em 20/10/2012. Revisado por pares em 16/03/2013. Reformulado em 12/02/2014. Recomendado para publicação em 28/02/2014 por Sandra Rolim Ensslin (Editora Científica). Publicado em 08/04/2014.

Resumo

O objetivo do artigo é verificar qual a associação entre o grau de otimismo da mensagem da alta administração e o desempenho reportado em índices financeiros das empresas ganhadoras do Prêmio Anefac-Fipecafi-Serasa *Experian* 2011. Para atribuir otimismo às mensagens na perspectiva linguística, criou-se um instrumento segregado nas instâncias conversacional, indexical e acional. Os achados sugerem que os gestores das companhias com pior desempenho financeiro de dispêndio de capital e de retorno de fluxo de caixa tendem a ser mais otimistas em suas mensagens. Assim, entende-se que gestores podem visar à tranquilidade dos investidores atenuando informações financeiras negativas por meio de discurso otimista.

Palavras-chave: Relatório da administração. Linguística. Otimismo. Índices financeiros.

Abstract

The objective of this paper is to investigate the association between the optimism degree of the message from top management and the performance reported in financial ratios of the 2011 Anefac-Fipecafi-Serasa *Experian* Awards winning companies. To assign optimism to the messages, under a linguistic perspective, an instrument segregated in the instances conversational, indexical and actional was created. The findings suggest that managers of companies with poor financial performance of capital expenditures and cash flow return tend to be more optimistic in messages. It is understood that managers seek to reassure investors mitigating negative financial information through optimist speech.

Keywords: Management report. Linguistic. Optimism. Financial ratios.

Resumen

Este artículo tiene por objeto verificar cual es la asociación entre el grado de optimismo del mensaje de la alta administración y el desempeño reportado en índices financieros de las grandes empresas ganadoras del Premio Anefac-Fipecafi-Serasa *Experian* 2011. Para atribuir optimismo a los mensajes en la perspectiva lingüística, se ha creado un instrumento segregado en las instancias conversacional, indexical y acional. Los hallazgos sugieren que los gestores de las compañías con peor desempeño financiero de dispendio de capital y de retorno de flujo de caja tienden a ser más optimistas en sus mensajes. Así, se entiende que los gestores puedan pretender alcanzar la tranquilidad de los inversores atenuando las informaciones financieras negativas a través de discurso optimista.

Palabras clave: Relatorio de administración. Lingüística. Optimismo. Índices financieros.

1 Introdução

Desde 1997, o Prêmio Anefac - Fipecafi - Serasa *Experian* tem valorizado a seriedade, o rigor técnico, a objetividade e a transparência das informações apresentadas nas demonstrações financeiras. As empresas que concorrem ao prêmio são segregadas em três categorias: a) Capital Aberto com faturamento anual até R\$ 8 bilhões; b) Capital Aberto com faturamento anual acima de R\$ 8 bilhões; e, c) Capital Fechado. Em todas as categorias, são avaliadas as práticas de transparência nas informações contábeis quanto à qualidade do Relatório da Administração (RA) e à consistência do *disclosure* fornecido (ANEFAC, 2011).

Em termos de divulgação de informações de caráter não obrigatório, o RA é um espaço para conversão de dados contábeis em informações mais facilmente compreensíveis pelo público em geral. Acredita-se que a evidenciação contábil auxilia os usuários a conhecerem a capacidade da companhia para gerar futuros fluxos de caixa. De acordo com Yuthas, Rogers e Dillard (2002), a transparência no RA tem importância considerável, pois os materiais textuais podem influenciar os investidores e os analistas financeiros. Logo, mensagens mais transparentes detêm maior qualidade comunicativa e ajudam na construção das percepções dos usuários que nem sempre possuem razoável diligência para interpretar as sintaxes utilizadas na Contabilidade.

O RA, elaborado de forma descritiva, objetiva fornecer conteúdo adicional e mais acessível para subsidiar julgamentos prospectivos, principalmente quando se reportam informações técnicas. Para Hendriksen e Van Breda (2010), o poder de comunicação do RA está atrelado à apresentação de práticas e expectativas sobre o reflexo das ações dos gestores na condução atual e futura do negócio.

Todavia, a forma de apresentação de informações sobre os atos e seu reflexo no desempenho econômico e financeiro pode ser influenciada pelo desejo de o gestor explicitar mais ou menos o otimismo quanto às expectativas futuras de rentabilidade do negócio. Silva, Rodrigues, Silveira e Silveira (2006) mencionam que o grau de otimismo das mensagens pode ser consequência do desempenho financeiro atual da companhia ou de suas projeções futuras, sendo que empresas com maior índice de transparência reportam mais mensagens sobre o seu desempenho financeiro nos RAs, mas não necessariamente mensagens otimistas.

Assim, pretende-se responder à seguinte questão de pesquisa: Qual a associação entre o otimismo presente na mensagem da alta administração contida nos RAs e o desempenho financeiro das empresas ganhadoras do Prêmio Anefac-Fipecafi-Serasa *Experian* 2011? Dessa forma, o objetivo consiste em verificar a associação entre o grau de otimismo da mensagem da alta administração e o desempenho reportado em índices financeiros das empresas ganhadoras do Prêmio Anefac-Fipecafi-Serasa *Experian* 2011.

O desempenho financeiro, divulgado por meio da Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC), proporciona aos usuários uma base para avaliar a capacidade de a entidade gerar caixa e equivalentes de caixa futuros e proporciona informações dos ativos líquidos e estrutura financeira da empresa (liquidez e solvência), entre outros (CPC, 2010). Assim, os fluxos de caixa das companhias são vistos como elementos potenciais para avaliação de desempenho e para tomadas de decisões dos investidores. Braga e Marques (2001) propuseram diversos índices para avaliar o desempenho financeiro com base na DFC. Assim, esses índices consubstanciam-se no objeto de associação do desempenho financeiro ao otimismo contido na mensagem da alta administração.

Braga e Marques (2001) apresentaram os seguintes grupos de índices financeiros que podem ser obtidos com dados da DFC: (i) Quocientes de Cobertura de Caixa; (ii) Quocientes de Dispendio de Capital; (iii) Índices de Retorno do Fluxo de Caixa; e (iv) Quocientes de Qualidade do Resultado. Os autores apenas exemplificaram a aplicação desses índices na Companhia Vale do Rio Doce e na Centrais Elétricas de Minas Gerais (CEMIG).

Assim, não foram encontradas pesquisas que associam o desempenho financeiro por meio de índices da DFC ao otimismo reportado na mensagem da alta administração constante no RA. Outra novidade é representada pela estruturação de uma metodologia para quantificação do otimismo por meio de uma abordagem linguística associada a métricas matemáticas. Como contribuição, o estudo possibilitará que os *stakeholders* compreendam o uso da linguagem nos relatórios e os resultados poderão servir como base para melhorias na confiabilidade das informações divulgadas.

2 Referencial Teórico

A teoria que fundamenta esta investigação é a Teoria da Divulgação Baseada em Julgamento. A premissa central dessa teoria é que o *disclosure* é um evento endógeno e os gestores têm incentivos econômicos para divulgar ou não informações de maneira voluntária, sendo que os usuários externos das demonstrações contábeis são considerados os consumidores dessas informações (VERRECCHIA, 2001).

Segundo Verrecchia (2001), essa teoria alicerça pesquisas que tratam das escolhas dos gestores a respeito da divulgação de informações que eles possuem à disposição. São estudos que têm o objetivo de identificar os fatores relacionados à divulgação, fazendo a verificação de como esses gestores ou empresas tomam suas decisões quando o tema é a política de divulgação de suas informações. Para Cunha e Ribeiro (2008), as decisões de divulgar ou não determinadas informações são explicadas por características da própria companhia, dentre elas o desempenho. Assim, esta seção aborda o otimismo nos Relatórios da Administração, os índices financeiros baseados na Demonstração dos Fluxos de Caixa como métrica para avaliação de desempenho financeiro e, por fim, a subseção de estudos similares, que apresenta as principais contribuições de estudos que abordaram temas correlatos ao desta pesquisa.

2.1 Otimismo nos Relatórios da Administração

A relevância do RA para os investidores e outros usuários potenciais é ressaltada nas pesquisas de Pava e Epstein (1993), Bryan (1997), Boo e Simnett (2002), Yuthas, Rogers e Dillard (2002), Rodrigues (2005), Silva *et al.* (2006), Davis, Piger e Sedor (2006), Silva Rodrigues e Abreu (2007), Colauto e Marques (2010), Silva e Rodrigues (2010), entre outros. Todavia o teor do RA é relatado como sendo permeado por algum tipo de viés, o que diminui seu poder informacional. Rodrigues (2005) enfatiza a existência desses vieses nas informações divulgadas nos RAs, por meio dos quais a administração tende a culpar o ambiente econômico externo por seu desempenho insatisfatório e tende a ser otimista ao relatar reformas da administração, apresentando mais frases sobre perspectivas futuras. Segundo Silva, Rodrigues e Abreu (2007), esse tipo de viés tende a se apresentar quando as companhias obtêm resultados inferiores ao esperado, o que faz com que estas dispensem atenção à conjuntura econômica ou antecipem boas notícias esperadas no futuro.

Conforme Silva e Rodrigues (2010, p. 43), como o RA é elaborado de forma narrativa, a empresa tem a possibilidade de ser menos técnica no momento de sua formulação e assim um número maior de usuários pode ser alcançado. Contudo, esse aspecto tem chamado a atenção visto que “apesar das determinações sobre o conteúdo que deve estar apresentado no RA, muitos relatórios têm trazido informações com vieses, incompletas ou informações vazias, que não sejam relevantes para os usuários” e, dessa forma, podem não auxiliar a tomada de decisão ou favorecer decisões equivocadas por possuírem conteúdo demasiadamente otimista. Segundo Colauto e Marques (2010), a ausência de viés minimizaria os riscos inerentes às ações oportunistas dos administradores, o que reforça a necessidade de informações contábeis confiáveis, fidedignas, verificáveis e neutras em conformidade com a Estrutura Conceitual Básica para Elaboração e Apresentação das Demonstrações Contábeis, emitida pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC).

Bryan (1997) investigou a eficácia dos RAs e concluiu que estes têm sua eficácia atrelada a medidas de desempenho futuro e decisões de investimentos. Também enfatizando a característica de perspectiva futura dos RAs, Boo e Simnett (2002) verificaram se companhias que evidenciam otimismo em seus relatórios e apresentam problemas financeiros são mais suscetíveis à falência do que as outras empresas em dificuldades financeiras que não evidenciam otimismo exacerbado. Os achados desta pesquisa apontam que as companhias com maior probabilidade de falência são aquelas que omitem informações em seus relatórios, carregando viés excessivamente otimista, e não as outras.

Yuthas, Rogers e Dillard (2002) investigaram as características éticas do discurso encontrado nos relatórios anuais das companhias que utilizam princípios de ação comunicativa. Os resultados revelaram que as companhias que esperam tanto boas quanto más surpresas relativas a seus ganhos exibem um nível maior de ação comunicativa do que as companhias que não esperam maiores surpresas. Esses achados sugerem que as companhias que antecipam surpresas relacionadas a seus ganhos aproveitam-se da parte narrativa dos relatórios anuais tanto para comunicação de informações sobre a veracidade e a confiabilidade da administração quanto para informar a posição financeira e o desempenho da companhia.

Davis, Piger e Sedor (2006) investigaram a utilização da linguagem otimista ou pessimista por gestores no processo comunicacional de 24 mil fatos relevantes de 1998 a 2003 e como o mercado responde à linguagem. Os resultados do estudo sugerem que há relação positiva entre a linguagem otimista, o desempenho da companhia e a reação do mercado; e há relação negativa entre a linguagem pessimista, o desempenho e a reação do mercado.

Silva *et al.* (2006) verificaram a associação entre desempenho e informações otimistas relatadas nos RAs de companhias brasileiras de capital aberto. O estudo envolveu 448 companhias, e as mensagens foram classificadas como otimistas, pessimistas ou neutras. As conclusões são de que a maior parte do conteúdo dos RAs é otimista e que há relação direta entre o endividamento e o otimismo e relação inversa entre a receita e o otimismo, além de que o grau de otimismo é consequência do desempenho atual da companhia. Silva, Rodrigues e Abreu (2007) investigaram a existência de relação entre os RAs extraídos da base de dados da CVM do ano de 2002 e o resultado financeiro das companhias. As principais conclusões dos autores é que os relatórios otimistas apresentam maior volume de frases sobre reforma administrativa; já os relatórios pessimistas centram sua atenção na conjuntura econômica.

Colauto e Marques (2010) pesquisaram acerca de um possível impacto do otimismo constante na mensagem do presidente, constante em RAs, no preço das ações de seis companhias brasileiras de capital aberto. Selecionaram-se as três empresas com os melhores

lucros e as três com os piores prejuízos do exercício de 2008. O estudo revela indícios de que o viés otimista dos RAs não influencia os preços das ações. Entretanto, os autores ressaltam a necessidade de novos estudos em maior amplitude sobre o tema.

De acordo com Pava e Epstein (1993), os profissionais que elaboram as previsões empresariais tendem a ser excessivamente otimistas. Os administradores das companhias costumam antecipar mais informações consideradas boas do que as más, além de culpar o ambiente externo por más notícias, atribuindo a si os méritos pelas boas notícias. Esse otimismo prejudica as características qualitativas da informação contábil, constituindo-se em um tipo de viés informacional. Para Ferreira (2008), o otimismo consiste em uma sistemática por meio da qual se julgam os acontecimentos da melhor maneira possível, entendendo-se que tudo vai bem. Logo, dadas as características do RA, este poderia ser considerado uma ferramenta de *marketing* da companhia (YUTHAS; ROGERS; DILLARD, 2002). Além disso, como não há padrão de elaboração do RA, este costuma conter temas de interesse dos investidores, o que pode motivar gestores a manipularem seu conteúdo para divulgar notícias que melhoram a imagem da empresa e as expectativas quanto ao retorno dos investimentos. Assim, esse aspecto pode comprometer características qualitativas da informação contábil.

2.2 Índices Financeiros com base na Demonstração dos Fluxos de Caixa

Iudícibus *et al.* (2010, p. 565) afirmam que a finalidade da Demonstração dos Fluxos de Caixa – DFC é fornecer aos usuários informações relevantes a respeito de “pagamentos e recebimentos em dinheiro, de uma empresa, ocorridos durante certo período, auxiliando na análise da capacidade da entidade de gerar e de suas necessidades de utilizar caixa e equivalentes de caixa”. De maneira mais específica, a DFC fornece subsídios para análise financeira sob os seguintes aspectos: (a) apoiar estudos para a previsão de falência; (b) analisar a relação lucro *versus* caixa; (c) avaliar efeitos no caixa das transações de investimentos e financiamentos; e (d) indicar possibilidades futuras de liquidação de obrigações (MONTEIRO; MORENO, 2003).

Gup e Dugan (1988) afirmam que o melhor indicador de liquidez e solvência é uma medida denominada *cash flow from operations*, ou seja, o Fluxo de Caixa gerado pelas operações (FCO), que expressa o capital de giro gerado pelas operações, sendo que variações nas contas dos grupos circulantes associados às operações, exceto caixa e equivalentes-caixa, devem ser acrescidos ou deduzidos. Para Bernstein (1993), o FCO é uma medida de desempenho menos sujeita à distorção do que o lucro líquido. Isso ocorre devido ao fator tempo. Por ser apurado pelo regime de competência, o lucro é afetado por diferimentos, atribuições e avaliações, envolvendo maior subjetividade do que o cálculo do FCO.

Em função disso, Sloan (1996) relata que o FCO é relacionado pelos acionistas ao lucro líquido. O objetivo dessa relação é detectar suspeitas quanto a apropriações possibilitadas pelo regime de competência. Ou seja, empresas com alto nível de lucro líquido, porém FCO baixo, talvez revelem que os administradores estão aproveitando-se de critérios suspeitos quando do reconhecimento de receitas e/ou despesas. Para Braga e Marques (2001), o FCO permite uma avaliação de desempenho por possibilitar a projeção de FCOs em conjunto com outras informações. Assim, os autores propõem índices de análise financeira segregados nos quatro grupos apresentados no Quadro 1.

Quadro 1 – Índices para análise de viabilidade financeira

Quocientes de Cobertura de Caixa		Quocientes de Dispêndio de Capital	
Cobertura de Juros com Caixa	$\frac{\text{FCO antes de J e I}}{J}$	Aquisições de Capital	$\frac{\text{FCO} - \text{Dividendo Total}}{\text{Caixa Pago por inv. de cap.}}$
Cobertura de Dívidas com Caixa	$\frac{\text{FCO} - \text{Dividendo Total}}{\text{Exigível}}$	Investimento / Financiamento	$\frac{\text{FCI}}{\text{FCF}}$
Cobertura de Dividendos com Caixa	$\frac{\text{FCO}}{\text{Dividendos Totais}}$	Investimento / Financiamento (2)	$\frac{\text{FCI}}{(\text{FCO} + \text{FCF})}$
Retornos do Fluxo de Caixa		Quocientes de Qualidade do Resultado	
Fluxo de Caixa por Ação	$\frac{\text{FCO} - \text{Div. Preferenciais}}{\text{Quantidade de Ações ON}}$	Qualidade das Vendas	$\frac{\text{Caixa das Vendas}}{\text{Vendas}}$
Retorno do Caixa sobre os Ativos	$\frac{\text{FCO antes de J e I}}{\text{Ativos Totais}}$	Qualidade do Resultado	$\frac{\text{FCO}}{\text{Resultado Operacional}}$
Retorno sobre Passivos e Patrimônio Líquido	$\frac{\text{FCO}}{(\text{PL} + \text{Exigível de LP})}$	Qualidade do Resultado (2)	$\frac{\text{FCO antes de J e I}}{\text{Resultado antes de J, I e D}}$
Retorno sobre o Patrimônio Líquido	$\frac{\text{FCO}}{\text{PL}}$		
Legenda: Fluxo de Caixa Líquido de Operações (FCO); Fluxo de Caixa de Investimentos (FCI); Fluxo de Caixa de Financiamentos (FCF); Patrimônio Líquido (PL); Juros (J); Impostos (I); Depreciação (D); Dividendos (Div.); Investimentos (inv.); Capital (cap.).			

Fonte: Adaptado de Braga e Marques (2001).

Segundo Quintana, Porto e Lemos (2008), a DFC representa o movimento de caixa em sua forma mais ampla, evidenciando objetivamente recebimentos e pagamentos em dado período, de modo a auxiliar a administração das disponibilidades. Os autores ressaltam que índices baseados na DFC podem fornecer informações valiosas acerca da saúde financeira das empresas, já que eles possibilitam a verificação dos motivos das variações observadas. Assim, índices extraídos desta demonstração podem auxiliar analistas, credores e demais *stakeholders* na previsão de fluxos futuros de caixa e na avaliação de desempenho dos fluxos correntes, constituindo-se em instrumento de acompanhamento do desempenho financeiro.

Os índices estão alinhados aos objetivos da DFC reportados no SFAS 95 (FASB, 1987), definidos como: (a) avaliar a capacidade do negócio em gerar fluxos de caixa líquidos futuros positivos (relação com os Retornos do Fluxo de Caixa); (b) avaliar a capacidade do empreendimento em cumprir suas obrigações, sua capacidade de pagar dividendos e suas necessidades por financiamento externo (Quocientes de Cobertura de Caixa); (c) avaliar as razões para as diferenças entre o resultado líquido e os recebimentos e pagamentos de caixa associados (Quocientes de Qualidade do Resultado); e (d) avaliar os efeitos sobre a posição financeira do negócio de suas transações de financiamento e investimento de caixa e as que não afetam o caixa durante o período (Quocientes de Dispendio de Capital).

Os Quocientes de Cobertura de Caixa viabilizam avaliação da liquidez. O índice de cobertura de juros com caixa revela o número de períodos que saídas de caixa por juros são cobertas pelo FCO, excluindo destes os juros pagos, o imposto de renda e a contribuição

social. O índice de cobertura de dívidas com caixa considera o fluxo de caixa não distribuído, pois este expressa o FCO disponível para reinvestimento. Tal índice sinaliza o tempo necessário para livrar a companhia de suas obrigações utilizando o FCO retido para pagamento das obrigações. O índice de cobertura de dividendos com caixa permite avaliar a habilidade da companhia em pagar dividendos, com base no FCO (BRAGA; MARQUES, 2001).

Quanto aos Quocientes de Dispendio de Capital, o índice de aquisições de capital sinaliza a capacidade do negócio em atender a suas necessidades por dispendios líquidos de capital, sendo calculado como FCOs retidos divididos pelas aquisições líquidas de ativos produtivos. Os fluxos de caixa após o pagamento de dividendos são usados como base para efetiva disponibilidade de caixa. Nas relações entre os fluxos de caixa operacional, de investimento e de financiamento é possível verificar como os investimentos têm sido financiados. O índice investimento/financiamento compara os fluxos líquidos necessários para finalidades de investimento, com aqueles gerados de financiamento. Porém os fluxos de caixa das atividades de investimento também podem ser comparados aos FCOs, sendo o índice investimento/financiamento (2) uma alternativa (BRAGA; MARQUES, 2001).

Em relação ao grupo de índices de Retornos do Fluxo de Caixa, o fluxo de caixa por ação sinaliza o FCO por ação ordinária, possibilitando a comparação entre o caixa disponível e o caixa distribuído como dividendos por ação. O índice de retorno de caixa sobre os ativos indica o percentual do investimento empregado recuperado em termos de disponibilidades, o que pode a princípio ser comparado à taxa real de juros para avaliação do desempenho. O índice de retorno de caixa sobre passivos e patrimônio líquido sinaliza o potencial de recuperação de caixa do negócio para os investidores, e o retorno de caixa sobre o patrimônio líquido mede a taxa de recuperação de caixa dos investimentos realizados apenas pelos acionistas (BRAGA; MARQUES, 2001).

Quanto aos Quocientes de Qualidade do Resultado, o índice de qualidade das vendas expressa a proporção das receitas de vendas convertidas em dinheiro no exercício, com a limitação de que as companhias abertas não divulgam o caixa exato das vendas, sendo necessária a utilização de *proxies*. Alternativamente podem-se utilizar os índices de qualidade do resultado e qualidade do resultado (2), que buscam indicar a dispersão entre os fluxos de caixa e os lucros divulgados (BRAGA; MARQUES, 2001).

2.3 Estudos similares

Esta seção apresenta estudos que tratam de temas correlatos ao desta pesquisa, como otimismo dos gestores e sua associação com o desempenho, conforme Quadro 2.

Quadro 2 – Principais estudos relacionados ao tema de pesquisa

Autor/ano	Título	Principais Contribuições
Boo e Simnett (2002)	The information content of management's prospective comments in financially distressed companies: a note.	Constatam que as empresas com problemas financeiros que elaboram seu RA com narrativa otimista omitindo informações em seus relatórios têm maior probabilidade de falir do que as demais.
Yuthas, Rogers e Dillard (2002)	Communicative action and corporate annual reports.	Revelaram que companhias que esperam tanto boas quanto más surpresas sobre seus ganhos exibem nível maior de ação comunicativa do que as demais.

Davis, Piger e Sedor (2006)	Beyond the Numbers: an analysis of Optimistic and Pessimistic language in earnings press releases.	Sugerem que há relação positiva entre a linguagem otimista, o desempenho da companhia e a reação do mercado; e relação negativa entre a linguagem pessimista, o desempenho e a reação do mercado.
Silva <i>et al.</i> (2006)	Relatórios da administração das companhias brasileiras de capital aberto: uma análise qualitativa.	Evidenciaram que a maior parte do conteúdo dos RAs é otimista e que há relação direta entre o endividamento e o otimismo dos gestores e relação inversa entre a receita e o otimismo. Para os autores, o otimismo é consequência do desempenho atual da companhia.
Silva, Rodrigues e Abreu (2007)	Análise dos relatórios de administração das companhias abertas brasileiras: um estudo do exercício social de 2002.	As principais conclusões dos autores são de que os relatórios otimistas apresentam maior volume de frases sobre reforma administrativa; já os relatórios pessimistas centram sua atenção na conjuntura econômica.
Colauto e Marques (2010)	Influência do discurso otimista do relatório de administração no valor de mercado de companhias brasileiras.	O estudo revela indícios de que o viés otimista dos RAs não influencia os preços das ações.
Patelli e Pedrini (2013)	Is the optimism in CEO's letters to shareholders sincere? impression management versus communicative action during the economic crisis	Os autores exploraram a associação entre o desempenho das empresas e os recursos retóricos utilizados em 664 mensagens da alta administração. Os principais achados indicam que o tom otimista é congruente com o desempenho passado e futuro das empresas e que, em condições macroeconômicas difíceis, as empresas tendem a praticar maior ação comunicativa com os acionistas, valendo-se de divulgação sincera.
Wang, Sheng e Yang (2013)	Optimism bias and incentive contracts in portfolio delegation	Os autores exploraram o viés do otimismo gerencial nas estratégias de investimento das empresas e concluíram que gestores otimistas negociam maior quantidade de ativos de risco e, portanto, assumem maior risco em relação a gestores racionais. Argumentam que o otimismo pode compensar a tendência dos gestores a serem avessos ao risco e aumentar a riqueza do investidor por reduzir um risco moral entre investidor e gestor. Além disso, sugerem que gestores otimistas requerem menos incentivos para alinhar suas decisões aos interesses dos investidores.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Não foram encontrados na literatura estudos que utilizassem a abordagem linguística para verificação de otimismo dos gestores e concomitantemente índices calculados por meio da DFC para avaliação de desempenho financeiro das companhias.

3 Metodologia da Pesquisa

O estudo utiliza a abordagem empírico-analítica, com dados levantados em demonstrações contábeis e análise linguística. Quanto aos objetivos, a pesquisa é exploratória, pois busca validar um instrumento inédito de mensuração de otimismo, baseado em teor linguístico. Além disso, busca-se a associação desse otimismo ao desempenho reportado em índices financeiros extraídos das Demonstrações dos Fluxos de Caixa. Quanto à abordagem do problema, o estudo é qualitativo, pois se analisa o teor das mensagens contidas nos RAs à luz da interpretação linguística; e é quantitativo, pois verifica a associação entre otimismo contido nas mensagens da alta administração e o desempenho financeiro das empresas.

Os dados de 2010 foram obtidos no *site* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), nas demonstrações contábeis das empresas vencedoras do Troféu Transparência ANEFAC 2011 (referente às práticas de 2010) e no *software* Economática®. Para investigar possíveis associações entre os índices e o grau de otimismo, utilizou-se a mensagem narrativa da alta administração presente nos RAs. A amostra final foi composta pelas empresas Embraer, Companhia Siderúrgica Nacional (CSN), CEMIG, Brasil Telecom (OI), Petrobras, Souza Cruz, Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais (USIMINAS), Tractebel Energia, Localiza e Marfrig Group.

3.1 Coleta de Dados para Cálculo dos Graus de Otimismo

A técnica de análise de discurso identifica como a pessoa conduz a narrativa dos acontecimentos ou produz proposições para os interlocutores por meio da utilização de métodos linguísticos e compreensão das regras para alcançar seus objetivos (MANHÃES, 2008). Assim, permite verificar como a linguagem atinge o foco da mensagem pretendida nos interlocutores e a compreensão de seu funcionamento.

Bardin (2008, p. 274) explica que “discurso é qualquer forma de interação formal ou informal, qualquer linguagem no seu contexto social e cognitivo, e inspira-se na psicologia, na antropologia, na pragmática e na etnometodologia (que observa o modo como a linguagem é utilizada em situações da vida corrente)”. Ressalta-se que um discurso pode ser analisado sob a perspectiva da análise de discurso francesa ou da análise de discurso inglesa (MANHÃES, 2008). Segundo Manhães (2008, p. 306), a “análise de discurso inglesa é um campo dos estudos de comunicação que confere primazia ao domínio da pragmática (daquilo que se objetiva alcançar na vida cotidiana quando se conversa com alguém) sobre a semântica e a sintaxe”. Este artigo apresenta a aplicação da análise de discurso inglesa, que preconiza três instâncias: (1) conversacional; (2) indexical; (3) acional.

Para realizar a análise de discurso, buscaram-se, inicialmente, informações com conotação otimista observando os níveis linguísticos agrupados nas três instâncias de foco. No contexto desta pesquisa, considera-se otimismo como a forma de expressar o teor de um conjunto de informações apresentadas na mensagem da alta administração das companhias que supostamente visam minimizar ou omitir o impacto de dados quantitativos ou qualitativos negativos sobre determinadas situações, ou ainda maximizar o impacto de dados positivos. A estrutura dos procedimentos metodológicos utilizados no enquadramento das mensagens otimistas, quando da coleta destas para posterior atribuição de grau de otimismo na mensagem da alta administração, é apresentada na Figura 1.

A análise pela instância conversacional busca entender a percepção da mensagem pelo interlocutor. A mensagem deve ser inteligível para existir argumentação ou informação. Para que faça sentido na situação e no contexto social, tende a obedecer a regras e procedimentos linguísticos que toma como circunstâncias da instância conversacional: são os pressupostos e os significados implícitos (MANHÃES, 2008), aqui classificados como níveis dessa instância.

Pressuposto é a mensagem deduzida pelos interlocutores com base no conhecimento compartilhado por eles, consagrado pelos grupos sociais, ou seja, leva em conta a mensagem compreendida *a priori*. Trata-se de uma memória coletiva do grupo (MOURA, 2000). O significado implícito é subentendido pelo interlocutor a partir do que é dito por meio de expressões consagradas pela memória coletiva. São instrumentos que viabilizam interação,

consagrados pelo grupo social. O interlocutor compreende a mensagem *a posteriori*, pois tais elementos possuem significação em situações específicas (RODRIGUES, 1995).

A análise do discurso pela instância indexical é realizada quando se busca entender a intenção das informações boas atribuídas ao presente e ao futuro, ao “nós” e ao “aqui”. De forma análoga, atribuir informações ruins ao passado, ao “eles” ou “alguém” e ao ambiente externo à companhia também pode revelar otimismo. Por esses meios, o sujeito pode deixar transparecer algumas características do discurso classificadas como: indicadores de pessoa, indicadores de lugar e indicadores de tempo (MANHÃES, 2008).

Figura 1 – Metodologia da análise do discurso



Fonte: Elaborada com base em Manhães (2008).

Os indicadores de pessoa referem-se a pronomes como “eu”, “eles”, “nós”, etc. Termos impessoais como “alguém” revelam intenção distinta de termos como “nós”. O “eu”, por exemplo, se coloca como dono da voz que conta as ocorrências e revela um mundo para o interlocutor (MANHÃES, 2008). Esse termo atribui a responsabilidade da ação ao locutor. Já termos genéricos como “a companhia” pode responsabilizar todos por possíveis sucessos ou desviar o foco de responsabilização por possíveis insucessos.

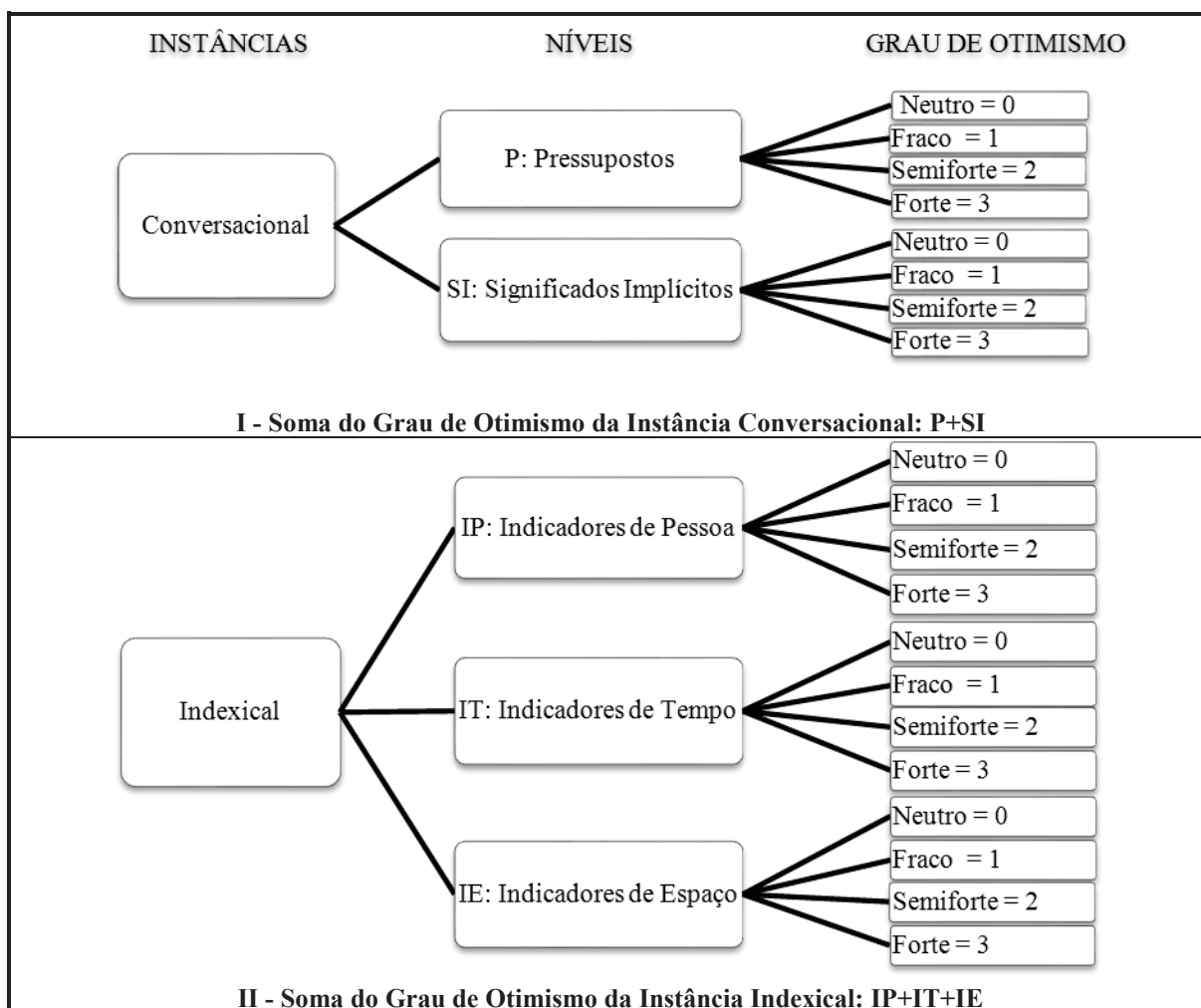
Para Manhães (2008), indicadores de tempo e espaço não têm necessariamente somente o sentido gramatical dos advérbios. Passado, presente e futuro são funções discursivas definidas pelo momento “agora” indicado pelo locutor. O “aqui” e o “agora” podem ser referências imaginadas e sua determinação influencia a conotação do discurso. Atribuir informações de sucesso ao presente e projetá-las ao futuro revela otimismo, assim como deixar em termos passados informações de insucesso. Indicar boas ações ocorridas na companhia e alocar ao ambiente externo aspectos ruins também revela otimismo.

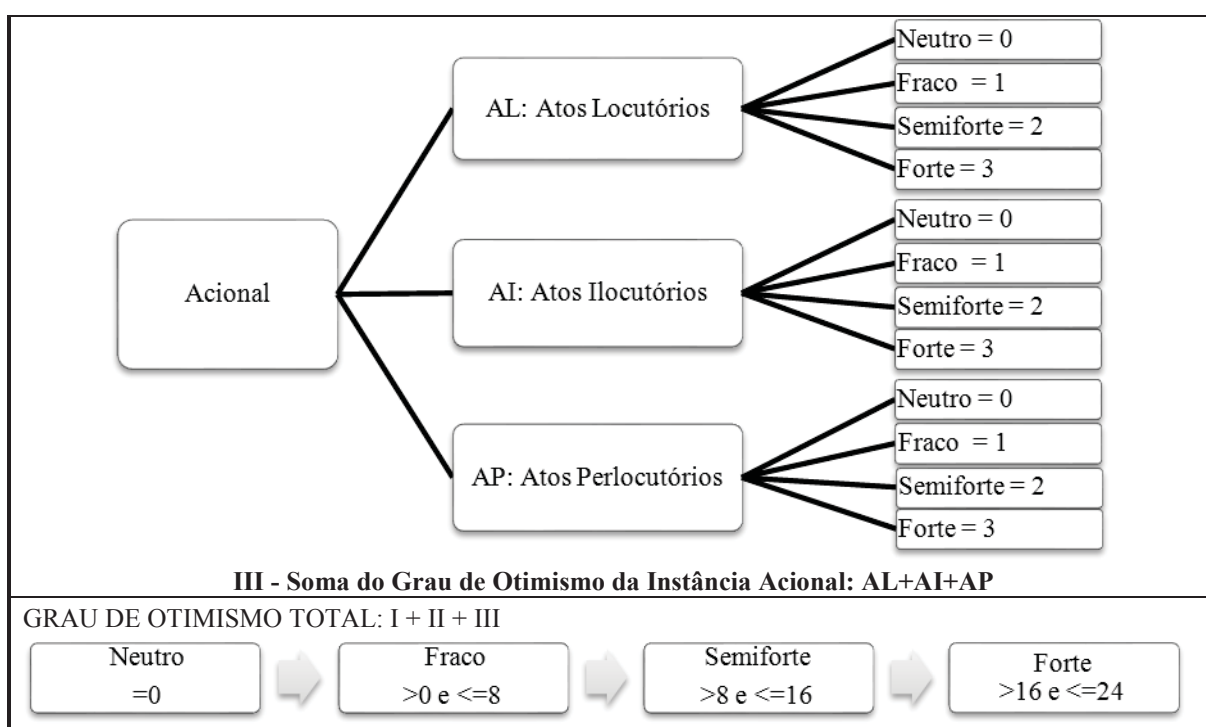
A instância acional expressa uma ação simbólica e social, pois busca entender a mente do locutor revelando o mundo a partir de seu ponto de vista. Consiste na análise da posição que o locutor ocupa perante o interlocutor e, pragmaticamente, na análise do que ele objetiva. Divide-se em atos locutórios, ilocutórios e perlocutórios. O ato locutório apresenta-se em estruturas lógicas, no interior de ações, constituindo-se de intenções, pelo uso de afirmativas, interrogativas, exclamativas e faz sentido em qualquer situação por ser genérico. O ato ilocutório é a articulação do ato da fala em uma situação social, em certo contexto. O ato perlocutório permite verificar o domínio do ato de fala pronunciado à performance de convencimento do discurso (MANHÃES, 2008).

3.2 Técnica de avaliação do grau de otimismo das mensagens da alta administração

Para quantificar o otimismo, optou-se por atribuir um valor numérico às mensagens contidas nos RAs em suas menores unidades de análise (níveis), utilizando-se uma escala adaptada do tipo *Likert*: Neutro, Fraco, Semiforte ou Forte. Em seguida, obteve-se o Grau de Otimismo Total por meio da soma das três Instâncias de análise do discurso, conforme apresentado na Figura 2.

Figura 2 – Metodologia para cálculo do Grau de Otimismo





Fonte: Elaborada pelos autores.

Em resumo, realizaram-se os seguintes passos: (1) leitura da mensagem, detalhando-a em níveis: pressupostos, significados implícitos (conversacional), indicadores de pessoa, tempo e espaço (indexical), atos locutórios, ilocutórios e perlocutórios (acional); (2) atribuição das pontuações para cada nível; (3) atribuição do grau de otimismo para cada nível que, pela soma, gerou o grau de otimismo das instâncias; (4) com a soma dos graus de otimismo das instâncias, obtenção do grau de otimismo da mensagem, (5) apresentação do resultado da análise da mensagem como neutra, de otimismo fraco, semiforte ou forte. A cada classificação do nível de otimismo da mensagem, esta foi relida com enfoque específico. Por exemplo, a mensagem foi lida com enfoque nos indicadores de pessoa para classificar esse nível como de otimismo neutro, fraco, semiforte ou forte.

3.3 Coleta de Dados para Cálculo dos Índices Financeiros

Os dados foram coletados no *site* da CVM e no *software* Economática®, conforme apresentados no Quadro 3.

No Quadro 3, apresentam-se as fontes para coleta dos dados necessários para o cálculo dos índices. Algumas companhias não divulgaram os Juros Pagos (JP) em Notas Explicativas (NE), sendo necessária a utilização de uma *proxy* formada pelos juros evidenciados na Demonstração do Valor Adicionado em conjunto com os Juros a Pagar inicial e final do Balanço Patrimonial (BP) ou Juros Não Pagos evidenciados na DFC indireta. Para cálculo do Imposto de Renda e Contribuição Social pagos (IP), utilizou-se uma *proxy* constituída pelos valores de tais tributos extraídos da Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) e os valores a pagar inicial e final destes, extraídos do BP. Para o Caixa das Vendas, utilizou-se a conta Clientes inicial e final extraída do BP e o item Receita de Vendas extraído da DRE.

Quadro 3 – Fontes de coleta de dados para cálculo dos índices financeiros

Variáveis Coletadas	Fonte	Variáveis Coletadas	Fonte
Fluxo de Caixa Operacional (FCO)	DFC	Vendas (V)	DRE
Fluxo de Caixa de Investimentos (FCI)	DFC	Resultado Operacional (RO)	DRE
Fluxo de Caixa de Financiamentos (FCF)	DFC	Resultado antes dos Juros, Impostos e Depreciação.	Economática
Dividendo Total Pago (DTP)	DFC	Juros Pagos (JP)	NE
Caixa Pago por Investimentos de Capital (CPIC)	DFC	FCO antes dos Juros e Impostos	DFC, NE, BP, DRE
Ativos Totais (AT)	BP	Caixa das Vendas (CV)	BP e DRE
Patrimônio Líquido (PL)	BP	Quantidade de Ações Ordinárias (QAO)	Economática, NE
Exigível de Longo Prazo (ELP)	BP	Dividendos Preferenciais (DP)	NE, DRE
Exigível (E)	BP		
Legenda: Balanço Patrimonial (BP); Demonstração do Resultado do Exercício (DRE); Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC); Notas Explicativas (NE).			

Fonte: Elaborado pelos autores.

No caso das companhias que não possuíam ações preferenciais, bastou verificar a quantidade total de ações coletadas no *software* Economática®. Para as demais, buscaram-se nas NEs as quantidades de ações ordinárias em 31 de dezembro de 2010. Quanto aos dividendos preferenciais, verificou-se ao final da DRE o lucro por ação preferencial e, após coleta nas NEs das quantidades de ações preferenciais, obtiveram-se os dividendos pagos aos acionistas preferenciais pela multiplicação desses valores. Quanto às demais variáveis, foi possível coletá-las diretamente conforme fonte de dados referenciada no Quadro 3. Após a coleta das variáveis, bastou utilizar o Quadro 1 para cálculo dos índices.

4 Descrição e Análise dos Dados

O grau de otimismo foi calculado por meio de uma metodologia baseada em análise do discurso, segregando as mensagens em níveis que formam instâncias linguísticas. Para melhor visualização da operacionalização dessa metodologia apresentam-se, no Quadro 4, exemplos resultantes da análise do teor linguístico das mensagens.

Os exemplos do Quadro 4 sintetizam o que foi considerado como mensagem de otimismo fraco, semiforte ou forte. As mensagens foram classificadas como neutras quando da ausência de otimismo no discurso relativo aos aspectos-chave, os quais exprimem a ideia central necessária para análise do teor das mensagens quanto a cada nível.

Para que esse instrumento de avaliação do otimismo seja validado, foi medida a consistência interna dos constructos por meio do *Alpha* de *Cronbach*. Nas colunas, foram relacionados os oito níveis de análise (N1 a N8); e nas linhas, as dez empresas. Para os níveis classificados como de otimismo forte, atribuiu-se 4; para os níveis de otimismo semiforte, 3; para os níveis de otimismo fraco, 2; e para os níveis de otimismo neutro, 1.

Segundo Malhotra (2001), o *Alpha* de *Cronbach* é um indicador consistente para análise da confiabilidade de uma escala, sendo aceitáveis valores de corte iguais ou superiores

a 0,60. Para Hair, Anderson, Tatham e Black (1998), valores de *Alpha* iguais ou acima de 0,70 são aceitáveis, e valores inferiores a 0,70 podem ser aceitos em pesquisas exploratórias.

Quadro 4 – Aspectos-chave observados por nível e exemplos

Níveis para Classificação do Otimismo	Exemplos	Aspectos-Chave para Classificação
Pressupostos		
Otimismo Fraco	“objetivo de melhorar nosso posicionamento no segmento pós-pago”. – OI.	Memória coletiva geral do grupo social, compreendida a <i>priori</i> pelo interlocutor.
Otimismo Semiforte	Não houve.	
Otimismo Forte	“Cumprimos e até superamos plenamente a maior parte de nossos objetivos empresariais, metas operacionais, desempenho econômico financeiro”. – Embraer.	
Significados Implícitos		
Otimismo Fraco	“foi aprovada a Política de Biodiversidade da Cemig, elaborada com a participação de vários segmentos da sociedade”. – CEMIG.	Expressões consagradas pelo grupo social, notadas a <i>posteriori</i> pelo interlocutor, por ser aplicável a situações específicas.
Otimismo Semiforte	“consolidou o movimento iniciado no ano anterior de reunir as atividades de transformação de aço (...), que nasce com mais de 20% de participação no mercado e capacidade de processar mais de 2 milhões de toneladas”. – USIMINAS.	
Otimismo Forte	“A Localiza adota os mais elevados padrões de governança corporativa. (...) o modelo próprio de gestão dos ativos, (...) e a adoção do sistema de planejamento e execução, com base na meritocracia, nos deixam mais competitivos e preparados para o crescimento contínuo”. – Localiza.	
Indicadores de Pessoa		
Otimismo Fraco	“O desempenho da Usiminas foi marcado por mudanças operacionais e de gestão, colocadas em prática com agilidade para fazer frente às transformações (...) de mercado”. – USIMINAS.	“A empresa”, “eu”, “nós”, “os colaboradores”, “os gestores”, etc.
Otimismo Semiforte	“a Companhia domina toda a cadeia produtiva de aço. (...) entre as companhias mais competitivas e rentáveis do mundo”. – CSN.	
Otimismo Forte	“nossas competências centrais (...) que permitirão (...) conquistar novos clientes e mercados. Encaramos o futuro com otimismo e determinação (...)”. – Embraer.	
Indicadores de Espaço		
Otimismo Fraco	“representando uma melhor prestação de serviços para a população do Estado de Minas Gerais”. – CEMIG.	Expressões como “a nível global”, “no mundo”, “no Brasil”, países, estados ou regiões de atuação da companhia.
Otimismo Semiforte	Não houve.	
Otimismo Forte	“que consolidou a estratégia da Companhia em transformar-se em uma empresa global de alimentos baseada em proteínas animais. (...) presença local notadamente na China”. – Marfrig Group.	

Indicadores de Tempo		
Otimismo Fraco	“(…) maximizamos os resultados através da contínua melhoria da qualidade de nosso fumo e gestão financeira eficaz, em que pese a forte valorização do real em 2010”. – Souza Cruz.	Indicações de eventos em determinado ano, eventos em vários anos de forma contínua, crescente ou decrescente ao longo do tempo. Passado, presente ou futuro.
Otimismo Semiforte	“esses investimentos já se refletiram na melhoria dos indicadores de qualidade e atendimento da Cemig Distribuição em 2010”. – CEMIG.	
Otimismo Forte	“a Embraer foi a empresa que mais se destacou no mercado em 2010, tendo entregue 145 jatos no ano, um incremento de 26 aeronaves em relação a 2009, o maior em termos absolutos entre todos os fabricantes”. – Embraer.	
Atos Locutórios		
Otimismo Fraco	“(…) tem implementado ações que demonstram responsabilidade e preocupação com o meio ambiente”. – Souza Cruz.	Intenção genérica expressada pelo locutor, que faz sentido em qualquer situação.
Otimismo Semiforte	“A orientação estratégica da CSN para a excelência operacional e integração permitiu que apresentássemos robustos resultados financeiros e operacionais”. – CSN.	
Otimismo Forte	“Busca contínua do aprimoramento da gestão nas esferas econômico-financeira, social e ambiental, a fim de ampliar a permanente geração de valor a todos os públicos com quem nos relacionamos”. – Tractebel Energia.	
Atos Illocutórios		
Otimismo Fraco	“Com a mudança estrutural do mercado siderúrgico, em âmbitos nacional e internacional, a Usiminas reviu suas estratégias (...), manteve-se focada na redução de custos, na integração e na verticalização produtivas”. – USIMINAS.	Intenção expressada pelo locutor em uma situação social, em certo contexto.
Otimismo Semiforte	“A Divisão de Aluguel de Carros tem crescido a uma média de 26% nos últimos anos, ou seja, tem dobrado de tamanho a cada 3 anos. Temos acompanhado o crescimento do volume de passageiros nos aeroportos, bem como ampliado nossa participação no mercado fora dos aeroportos”. – Localiza.	
Otimismo Forte	“Os excelentes resultados obtidos em 2010 comprovam o acerto do direcionamento estratégico da Petrobras. No ano, foram investidos R\$ 76,4 bilhões, 8% a mais do que em 2009. Os investimentos destinaram-se (...) ao aumento da produção de petróleo e gás natural, à melhoria e ampliação do parque de refino, à contratação de novas embarcações (...) e à conclusão de obras da malha de dutos (...)”. – Petrobras.	
Atos Perlocutórios		
Otimismo Fraco	“É a integração dos esforços de todos que faz da Cemig a melhor energia do Brasil”. – CEMIG.	Performance de convencimento da fala do locutor.
Otimismo Semiforte	“A Tractebel Energia busca atuar também como multiplicadora das melhores práticas e disseminar a cultura e o valor da sustentabilidade a todos os seus públicos. Lançamos em 2010 a Política de Gestão Sustentável (...)” – Tractebel Energia.	

Otimismo Forte	“A empresa é orientada para o atendimento às necessidades em produtos e serviços para seus clientes e focada (...) no crescimento sustentável da receita de produtos elaborados e processados com base em proteína animal, tendo sido reconhecida em 2010 pela Revista Exame como a Melhor Empresa do Agronegócio Brasileiro e pela Revista Isto É Dinheiro como a Melhor Empresa em Sustentabilidade Financeira, além de outras distinções”. – Marfrig Group.	
----------------	--	--

Fonte: Elaborado pelos autores.

O *Alpha* de *Cronbach*, calculado pelo *software* SPSS®, foi de **0,791**, revelando consistência interna do instrumento utilizado. Com *Alpha* do instrumento superior a 0,70, foram validados os cálculos dos graus de otimismo das mensagens da alta administração contidas nos RAs das dez empresas analisadas.

Tabela 1 – Graus de Otimismo

Empresa	Instância conversacional	Instância Indexical	Instância Acional	Grau de Otimismo total	Status em relação ao grau de otimismo total
Embraer	5	9	8	22	Otimismo Forte
Marfrig	6	9	9	24	Otimismo Forte
Cemig	4	6	4	14	Otimismo Semiforte
Oi	3	7	3	13	Otimismo Semiforte
Usiminas	5	7	5	17	Otimismo Forte
Petrobras	5	9	9	23	Otimismo Forte
Tractebel	5	9	7	21	Otimismo Forte
Localiza	6	7	5	18	Otimismo Forte
Souza Cruz	6	2	3	11	Otimismo Semiforte
CSN	6	4	7	17	Otimismo Forte

Fonte: Elaborada pelos autores.

Os resultados apresentam, de forma geral, altos graus de otimismo para as mensagens da alta administração, confirmando a tese de que os RAs carregam viés, manifestado na falta de padrão desse relatório narrativo, que possibilita manipulações, atribuição de boas notícias à administração da companhia e más notícias ao ambiente, entre outros fatores.

No próximo passo, calcularam-se os índices propostos por Braga e Marques (2001). A Tabela 2 apresenta os índices de avaliação da viabilidade financeira das dez companhias para os grupos Quocientes de Cobertura de Caixa e Quocientes de Dispendio de Capital, conforme apresentado no Quadro 1.

O alto índice de cobertura de dividendos com caixa da empresa OI decorre do baixo valor de dividendos pagos em 2010, e os constantes índices negativos da Localiza devem-se ao seu FCO negativo em 2010. As empresas Petrobras, OI e Embraer apresentam o melhor desempenho quanto aos índices de Cobertura de Caixa, o que sinaliza que seus FCOs cobrem, com folga, seus juros, dívidas ou dividendos distribuídos. Em contrapartida, as companhias Localiza, Marfrig Group e CSN apresentam o pior desempenho financeiro nessa categoria de análise.

Tabela 2 – Quocientes de Cobertura de Caixa e Quocientes de Dispendio de Capital

Empresa	Cobertura de Juros com Caixa	Cobertura de Dívidas com Caixa	Cobertura de Dividendos com Caixa	Aquisições de Capital	Investimento/ Financiamento	Investimento/ Financiamento (2)
Embraer	15,1422	0,1351	5,2186	4,5504	0,3582	(9,3608)
Marfrig	2,0669	(0,0018)	0,7102	(0,0257)	(0,8319)	(0,8198)
Cemig	3,6874	0,0737	1,8901	4,6850	12,0018	(1,4693)
Oi	3,6995	0,2196	2.539,5732	4,5253	4,3859	(0,5100)
Usiminas	4,7485	0,0588	2,2630	0,2357	(0,8172)	(0,6069)
Petrobras	10,9006	0,2099	5,6756	0,5476	(1,9601)	(0,9839)
Tractebel	8,9995	0,1471	3,1351	3,8618	1,4451	(1,1864)
Localiza	0,6849	(0,0532)	(20,3889)	(2,7366)	(0,3882)	(7,0487)
Souza Cruz	43,4988	0,1405	1,2758	1,9535	0,1640	(0,2197)
CSN	2,6357	0,0307	1,5906	0,2535	(0,9968)	(0,6499)

Fonte: Elaborada pelos autores.

Quanto aos índices de Dispendio de Capital, apresentam maiores valores as companhias OI, CEMIG e Souza Cruz, enquanto Localiza, Marfrig Group e Petrobras apresentam os menores índices.

Na Tabela 3, apresentam-se os grupos Retornos do Fluxo de Caixa e Quocientes de Qualidade do Resultado.

Tabela 3 – Retornos do Fluxo de Caixa e Quocientes de Qualidade do Resultado

Empresa	Fluxo de Caixa por Ação	Retorno do Caixa s/ Ativos	Retorno s/ Passivos e PL	Retorno sobre o PL	Qualidade das Vendas	Qualidade do Resultado	Qualidade do Resultado (2)
Embraer	1,9785	0,1160	0,1465	0,2808	1,0122	2,1371	1,5174
Marfrig	0,2036	0,0977	0,0045	0,0109	0,9644	0,0800	1,4638
Cemig	9,3322	0,1766	0,1273	0,3012	0,9986	0,9479	1,2843
Oi	15,1978	0,1736	0,1691	0,3013	0,9924	1,3888	1,3277
Usiminas	0,7005	0,0695	0,0476	0,0708	1,0029	0,6303	0,7471
Petrobras	4,4926	0,1292	0,1154	0,1722	0,9883	1,1725	1,1116
Tractebel	2,5745	0,1895	0,1587	0,3313	0,9766	0,7816	0,9327
Localiza	(0,6310)	0,0360	(0,0494)	(0,1387)	0,9749	(0,2542)	0,1796
Souza Cruz	5,0573	0,4633	0,5852	0,7377	0,9961	0,7935	0,9895
CSN	1,7027	0,1301	0,0744	0,3174	0,9949	0,4967	0,8476

Fonte: Elaborada pelos autores.

Em relação ao grupo de índices de Retorno dos Fluxos de Caixa, os destaques positivos são as companhias Souza Cruz, OI e Tractebel Energia, enquanto os destaques negativos são as companhias Localiza, Marfrig Group e USIMINAS. Para a categoria de índices de Qualidade do Resultado, destacam-se as companhias Embraer, CEMIG e OI. As empresas Localiza, Tractebel Energia, CSN e Marfrig Group figuram como aquelas de pior desempenho nesse grupo de índices.

Para associação entre os índices financeiros e os graus de otimismo, utilizou-se o *software* SPSS® para cálculo da Correlação de *Spearman*. Por ser esta uma técnica de correlação por postos, atribuiu-se 10 para a companhia com maior grau de otimismo (Marfrig Group), 9 para aquela com o segundo maior grau e assim por diante, restando 1 para a empresa com menor grau de otimismo (Souza Cruz). O mesmo foi feito para cada índice, atribuindo-se 10 para a companhia com maior índice, 9 para aquela com o segundo maior índice, e assim por diante. Esse procedimento permite verificar se há associação entre o otimismo presente nas mensagens analisadas e o desempenho medido pelos índices financeiros, conforme os resultados apresentados na Tabela 4.

Tabela 4 – Resultados das Primeiras Correlações de *Spearman*

Índices relacionados ao Grau de Otimismo	Coefficiente de Correlação	Significância
Cobertura de Juros com Caixa	-0,152	0,676
Cobertura de Dívidas com Caixa	-0,224	0,533
Cobertura de Dividendos com Caixa	-0,006	0,987
Aquisições de Capital	-0,321	0,365
Investimento / Financiamento	-0,503	0,138
Investimento / Financiamento (2)	-0,552	0,098
Fluxo de Caixa por Ação	-0,539	0,108
Retorno do Caixa sobre os Ativos	-0,491	0,150
Retorno sobre Passivos e PL	-0,503	0,138
Retorno sobre o PL	-0,527	0,117
Qualidade das Vendas	-0,442	0,200
Qualidade do Resultado	-0,164	0,651
Qualidade do Resultado (2)	0,248	0,489

Fonte: Elaborada pelos autores.

Os resultados iniciais não apontam nenhuma correlação entre otimismo e algum dos índices financeiros utilizados, ao nível de significância de 0,05. O indicador Investimento / Financiamento (2) apresenta correlação inversa na ordem de 55,2%, porém a um nível de significância de 0,10, não utilizado nas ciências sociais.

A segunda tentativa de verificação de associação se deu de forma distinta. Foram atribuídos postos para as companhias por grupo de índices. À empresa com melhor desempenho geral nos três índices de Cobertura de Caixa foi atribuído valor 10, à segunda melhor, 9, e assim por diante. O mesmo foi feito com os outros três grupos de índices. Em seguida, relacionou-se o desempenho financeiro por grupo de índices ao grau de otimismo, sendo realizadas novas correlações de *Spearman*, com os resultados apresentados na Tabela 5.

Os resultados revelam forte correlação negativa entre os índices de Retorno de Fluxo de Caixa com o Grau de Otimismo, na ordem de -64,8%; e forte correlação negativa também entre os Quocientes de Dispendio de Capital com o Grau de Otimismo, cerca de -68,5%; ambos a níveis de significância abaixo de 0,05.

Tabela 5 – Resultados das Correlações de *Spearman* Finais

Grupos de Índices relacionados ao Grau de Otimismo	Coefficiente de Correlação	Significância
Quocientes de Cobertura de Caixa	-0,030	0,934
Quocientes de Dispendio de Capital	-0,685	0,029
Retornos do Fluxo de Caixa	-0,648	0,043
Quocientes de Qualidade do Resultado	-0,358	0,310
Todos os Índices de Fluxo de Caixa	-0,539	0,108

Fonte: Elaborada pelos autores.

Entende-se que o otimismo observado nas mensagens da alta administração das companhias abertas consideradas transparentes, sob a perspectiva linguística, guarda relação com o desempenho financeiro expressado por dois grupos de índices extraídos da DFC, talvez aqueles que de fato ressaltam aos olhos dos acionistas, constituindo-se nas informações financeiras de seu interesse. Assim, os Retornos do Fluxo de Caixa, bem como os Quocientes de Dispendio de Capital têm relação inversa com o otimismo evidenciado.

5 Conclusões

O objetivo do artigo consistiu em verificar a associação entre o grau de otimismo da mensagem da alta administração e o desempenho reportado em índices financeiros das empresas ganhadoras do Prêmio Anefac-Fipecafi-Serasa *Experian* 2011. Para tanto, criou-se um instrumento de avaliação do otimismo presente nas mensagens, o qual foi validado ao revelar *Alpha de Cronbach* superior a 0,70. Esse instrumento possibilita a verificação de otimismo fraco, semiforte, forte ou neutro no discurso expressado nas mensagens da alta administração à medida que o segrega para que seja analisado em níveis linguísticos que compõem as instâncias conversacional, indexical e acional.

Depois de realizadas as análises linguísticas nas mensagens da alta administração para cálculo dos graus de otimismo, além da análise dos relatórios financeiros divulgados pelas companhias para cálculo dos índices financeiros, utilizou-se o *software* SPSS® para cálculo das correlações de *Spearman* entre cada índice financeiro e o grau de otimismo das mensagens. Os resultados para essa primeira rodada de correlações não revelaram significância entre os índices financeiros isolados e o grau de otimismo das mensagens.

Em seguida, considerando as categorias de índices financeiros sugeridas por Braga e Marques (2001), e não apenas os índices isolados, constatou-se associação inversa entre Quocientes de Dispendio de Capital e o Grau de Otimismo atribuído e o mesmo entre Índices de Retorno dos Fluxos de Caixa e o Grau de Otimismo. Portanto, considerando-se tais conjuntos de índices que, conforme Matarazzo (1994), expressam desempenho financeiro de forma mais completa do que índices isolados, verifica-se associações inversas significantes.

Como os RAs são redigidos pelos gestores após estes conhecerem o desempenho geral do negócio ao longo do exercício, sugere-se que desempenho insatisfatório nos Quocientes de Dispendio de Capital e nos Retornos do Fluxo de Caixa incentivam mensagens mais otimistas, propositalmente ou não, para amenizar possíveis impactos desse desconforto financeiro perante os investidores. Portanto, os gestores das companhias em melhor situação financeira nessas categorias de índices redigem suas mensagens de forma mais natural, com

menor grau de exagero em termos de otimismo, apesar de haver a evidenciação de, ao menos, algum otimismo em todas as mensagens, conforme reflexo nos graus de otimismo calculados.

As associações significantes inversas encontradas indicam que o desempenho financeiro desfavorável está relacionado a altos graus de otimismo, achado que corrobora com os de Silva, Rodrigues e Abreu (2007) pois, para estes autores, o viés otimista tende a se apresentar quando as companhias auferem resultados inferiores aos esperados. As evidências encontradas neste estudo corroboram também com a assertiva de Silva *et al.* (2006) de que o grau de otimismo das mensagens dos gestores pode ser consequência do desempenho financeiro atual da companhia.

Silva *et al.* (2006) apresentam ainda indicativos de que há relação direta entre o endividamento e o otimismo e relação inversa entre a receita e o otimismo. Entretanto esses resultados não podem ser comparados às associações inversas encontradas, já que as métricas e premissas para cálculo tanto do desempenho quanto do otimismo foram distintas.

De forma mais específica, não é possível associar os resultados obtidos aos estudos já publicados acerca de divulgações otimistas, já que não foram encontradas, na literatura, outras associações entre otimismo e desempenho calculado por meio de indicadores advindos da DFC, como aqueles sugeridos por Braga e Marques (2001), utilizados nesta pesquisa e apresentados no Quadro 1. Além disso, a métrica para avaliação de otimismo baseada na abordagem linguística é inédita, exploratória, tornando frágeis outras comparações entre os achados das pesquisas anteriores e aqueles apresentados nesta. Como sugestão para pesquisas futuras, pode-se citar a busca de associação entre o otimismo avaliado por meio da métrica explicitada nesta investigação e o desempenho financeiro mensurado por meio da DFC, porém com vistas a um setor de atuação específico, possibilitando melhores bases de comparação entre as empresas.

A limitação principal do estudo consiste no tamanho da amostra. Devido à profundidade da análise linguística realizada nas mensagens da alta administração, a qual demanda bastante tempo, além do menor número de companhias que evidenciam a mensagem da alta administração à parte em seus RAs, a amostra contou apenas com 10 empresas, inviabilizando regressões. Entretanto, dado seu caráter exploratório e sem a existência de hipóteses fundamentadas por outros estudos, esta pesquisa se propõe, com a amostra de dez empresas, a cumprir papel embrionário na busca de associações entre desempenho financeiro mensurado por meio de índices extraídos da DFC e otimismo avaliado sob a perspectiva linguística.

Como contribuição, este estudo exploratório apresenta indícios de associação entre desempenho financeiro e otimismo, além de estruturar uma metodologia para quantificação deste otimismo por meio da abordagem linguística, possibilitando futuramente estudos descritivos. Os resultados desta pesquisa possibilitam ainda que *stakeholders* compreendam possíveis distorções e exageros no uso da linguagem nos relatórios, servindo também como base para melhorias na confiabilidade das informações divulgadas.

Referências

ANEFAC - Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade. **Sobre o prêmio.** Disponível em: <<http://www.anefac.com.br/transparencia/2011/premio.html>>. Acesso em: 9 nov. 2011.

BARDIN, Laurence. **Análise de conteúdo**. Lisboa: Edições 70, 2008.

BERNSTEIN, Leopold A. **Financial Statement Analysis: theory, application, and interpretation**. 5. ed. Homewood: Irwin, 1993.

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, Jun. 2002.

BRAGA, Roberto; MARQUES, José Augusto Veiga da Costa. Avaliação da liquidez das empresas através da análise da demonstração de fluxos de caixa. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 14, n. 25, p. 6-23, jan./abr. 2001.

BRYAN, Stephen H. Incremental information content of required disclosures contained in management discussion and analysis. **The Accounting Review**, v. 72, n. 2, p. 285-301, Apr. 1997.

COLAUTO, Romualdo Douglas; MARQUES, Vagner Antônio. Influência do discurso otimista do relatório de administração no valor de mercado de companhias brasileiras. **Revista Contabilidade e Controladoria**, v. 2, n. 1, p. 107-139, jan./abr. 2010.

CPC - Comitê de Pronunciamentos Contábeis. **Pronunciamento Técnico CPC 03 (R2): Demonstração dos Fluxos de Caixa**. Aprovado em 3 de setembro de 2010. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/pdf/CPC03R2_final.pdf>. Acesso em: 25 dez. 2011.

CUNHA, Jacqueline Veneroso Alves da; RIBEIRO, Maisa de Souza. Divulgação Voluntária de Informações de Natureza Social: um estudo nas empresas brasileiras. **Revista de Administração – Eletrônica**, v. 1, n. 1, p. 1-23, jan./jun. 2008.

DAVIS, Angela K.; PIGER, Jeremy M.; SEDOR, Lisa M. Beyond the Numbers: an analysis of Optimistic and Pessimistic language in earnings press releases. **Federal Reserve Bank of St. Louis – Research Division**, Saint Louis, Jan. 2006.

FASB – Financial Accounting Standards Board. **Statement of Financial Accounting Standards nº 95: Statement of Cash Flows**, Norwalk, Connecticut, Financial Accounting Standards Board, Nov. 1987.

FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda. **Mini Aurélio: o dicionário da língua portuguesa**. 7. ed. Curitiba: Positivo, 2008.

GUP, Benton E.; DUGAN, Michael T. The cash flow statement: the tip of an iceberg. **Business Horizons**, v. 31, n. 6, p. 47-50, Nov./Dec. 1988.

HAIR JR., Joseph F.; ANDERSON, Rolph E.; TATHAM, Ronald L.; BLACK, William C. **Multivariate data analysis**. 5. ed. New Jersey: Prentice Hall, 1998.

HENDRIKSEN, Eldon S.; VAN BREDa, Michael F. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2010.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens; SANTOS, Arioaldo dos. **Manual de Contabilidade aplicável a todas as sociedades**. São Paulo: Atlas, 2010.

MALHOTRA, Naresh K. **Pesquisa de marketing: uma orientação aplicada**. Porto Alegre: Bookman, 2001.

MANHÃES, Eduardo. Análise de Discurso. In: DUARTE, J.; BARROS, A. (Org.) **Métodos e técnicas de pesquisa em comunicação**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2008. p. 305-315.

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise financeira de balanços: abordagem básica e gerencial**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1994.

MONTEIRO, Andréa Alves Silveira; MORENO, Roberto. Fluxos de caixa e capital de giro: uma adaptação do modelo de Fleuriet. In: ENCONTRO da ANPAD, v. 27, 2003, São Paulo. **Anais...** ENANPAD, 2003. CD-ROOM.

MOURA, Heronides Maurílio de Melo. **Significação e contexto: uma introdução a questões de semântica e pragmática**. Florianópolis: Insular, 2000.

PATELLI, Lorenzo; PEDRINI, Matteo. Is the optimism in CEO's letters to shareholders sincere? Impression management versus communicative action during the economic crisis. **Journal of Business Ethics**, v. 1, n. 1, p. 1-16. 2013.

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.

QUINTANA, Alexandre Costa; PORTO, Joyce Alves; LEMOS, Simone Winckler. Análise financeira de empresas de telefonia fixa por meio da aplicação de índices de liquidez nas Demonstrações dos Fluxos de Caixa. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 1, n. 10, p. 91-110, jul./dez. 2008.

RODRIGUES, Adriano Duarte. **As dimensões da pragmática na comunicação**. Rio de Janeiro: Diadorim, 1995.

RODRIGUES, Fernanda Fernandes. **Análise das variáveis que influenciam as informações divulgadas nos Relatórios da Administração das companhias abertas brasileiras: Um estudo empírico nos anos de 2001 a 2003**. 2005. 118 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências

Contábeis da Universidade de Brasília, Brasília, 2005. Disponível em:
<http://www.cca.unb.br/images/dissert_mest/mest_dissert_074.pdf>. Acesso em: 21 jul. 2012.

SILVA, César Augusto Tibúrcio; RODRIGUES, Fernanda Fernandes; ABREU, Robson Lopes de. Análise dos relatórios de administração das companhias abertas brasileiras: um estudo do exercício social de 2002. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v. 11, n. 2, jun. 2007.

SILVA, César Augusto Tibúrcio; RODRIGUES, Fernanda Fernandes; SILVEIRA, Maria Lizete da; SILVEIRA, Karen Josete da. Relatórios da administração das companhias brasileiras de capital aberto: uma análise qualitativa. **Contexto - Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v. 4, n. 2, p. 7-16, jul./dez. 2006.

SILVA, César Augusto Tibúrcio; RODRIGUES, Marília Gualberto. A relevância do relatório da administração para o usuário da informação: um estudo experimental. **Revista de Informação Contábil**, v. 4, n. 1, p. 41-56, jan./mar. 2010.

SLOAN, Richard G. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? **The Accounting Review**, v. 71, n. 3, p. 289-315, Jul. 1996.

VERRECCHIA, Robert E. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1-3, p. 97-180, Dec. 2001.

WANG, Jian; SHENG, Jiliang; YANG, Jun. Optimism bias and incentive contracts in portfolio delegation. **Economic Modeling**, v. 33, n. 1, p. 493-499. 2013.

YUTHAS, Kristi; ROGERS, Rodney K.; DILLARD, Jesse F. Communicative action and corporate annual reports. **Journal of Business Ethics**, v. 41, n. 1-2, p. 141-157. 2002.