

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO MESTRADO EM CONTABILIDADE
ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: CONTABILIDADE E FINANÇAS

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

DISCURSO SOBRE O DESEMPENHO DAS EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO E
SUA PERFORMANCE NO MERCADO DE CAPITAIS

EMERSON MUNIZ FREITAS

CURITIBA

2011

DISCURSO SOBRE O DESEMPENHO DAS EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO E
SUA PERFORMANCE NO MERCADO DE CAPITAIS

ESTA DISSERTAÇÃO FOI JUGADA ADEQUADA PARA A OBTENÇÃO DO
TÍTULO EM MESTRE EM CONTABILIDADE (ÁREA DE CONCENTRAÇÃO:
CONTABILIDADE E FINANÇAS), E APROVADA EM SUA FORMA FINAL PELO
CURSO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE DA UNIVERSIDADE
FEDERAL DO PARANÁ

PROF^a. DR^a. MÁRCIA MARIA DOS SANTOS BORTOLOCCI ESPEJO
Coordenadora do PPG-Mestrado em Contabilidade

APRESENTADA À COMISSÃO EXAMINADORA INTEGRADA PELOS
PROFESORES:

PROF. DR. ADEMIR CLEMENTE
Presidente

PROF^a. DR^a. ILSE MARIA BEUREN
Examinador

PROF^a. DR^a. MÁRCIA MARIA DOS SANTOS BORTOLOCCI ESPEJO
Examinador

PROF. DR. ROMUALDO DOUGLAS COLAUTO
Examinador

EMERSON MUNIZ FREITAS

DISCURSO SOBRE O DESEMPENHO DAS EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO E
SUA PERFORMANCE NO MERCADO DE CAPITAIS

Dissertação apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de Mestre em Contabilidade do Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Dr. Ademir Clemente

CURITIBA

2011

Dedico àqueles que sempre foram os
alicerces em minha vida, que nunca
mediram esforços para que meus
sonhos fossem concretizados e que
sempre prestaram exemplo de
honestidade, perseverança e humildade:
Aos meus pais.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, gostaria de agradecer a Deus, o grande arquiteto do universo, por ter me abençoado com o dom da vida e por ter me aproximado de pessoas maravilhosas que sempre contribuíram para minha formação moral e profissional.

Agradeço aos meus pais, Emerson Luiz e Hildete, por terem dedicado suas vidas para proporcionar a seus filhos uma vida serena e ética, baseados em valores e princípios que nunca serão apagados de nossos corações. Com muito amor, vocês sempre nos apoiaram em todos os nossos desafios e conquistas, seja nas mais simples, como no aprendizado de uma nova palavra, ou naquelas que demandavam maior empenho, como esta etapa que se completa com esta dissertação.

À minha amada irmã Luzia, que sempre esteve ao meu lado, mostrando-se uma eterna companheira no desvendar dos caminhos do mundo. Em nossas brincadeiras, conversas e até mesmo em nossos eventuais atritos, você sempre foi um exemplo pra mim. Tenho muito orgulho de você e sou extremamente honrado por ser irmão de uma grande mulher.

Às minhas duas princesas, Sophia e Bruna, por me proporcionarem uma imensa alegria. Talvez pela pouca idade que vocês tenham, não possuem a noção exata da importância que representam neste momento, mas vocês são minhas maiores motivações para enfrentar cada desafio. O sorriso de vocês representa o maior prêmio que seu “dindo” pode obter com as vitórias conquistadas.

À minha grande companheira Rosiele, que teve que superar diferentes obstáculos para poder me acompanhar nesta conquista. Foi capaz de vencer grandes desafios no transcorrer desta trajetória, como significativas mudanças em sua vida, e ainda assim nunca deixou de demonstrar seu verdadeiro amor.

Aos mestres da Universidade Estadual de Santa Cruz, Aderbal Santos,, Almeciano Maia, Antônio Fernando, Aurelina Laurentina, Elifaz Anunciação, Everson Silveira, Lino Cintra, Núbia Coelho, Robson Braga, Ruy Lordão, Silvia Luiza, Solange Correa e Urbano Cavalcante, que proporcionaram grandiosos

conhecimentos, possibilitando assim um excelente embasamento teórico para que eu conseguisse acesso a um Programa de Pós-Graduação.

Aos grandes professores da Universidade Federal do Paraná, Ana Paula Mussi Cherobin, Lauro Brito de Almeida, Luciano Márcio Scherer, Luiz Panhoca, Márcia Maria dos Santos Bortolucci Espejo, Paulo Mello Garcias, Romualdo Douglas Colauto, Simone Bernardes Voese e Vicente Pacheco, e ao professor da Universidade Positivo, Luciano Rossoni, pelos valiosos ensinamentos e por manterem o Programa de Pós-Graduação em Contabilidade com uma excelente qualidade.

Em especial, gostaria de agradecer ao grande professor e amigo Ademir Clemente, pelo direcionamento dado no decorrer do curso, por toda sua paciência e serenidade dispensadas para que esta vitória fosse alcançada.

Aos grandes amigos que sempre me deram apoio e que souberam mostrar, mesmo nos momentos mais difíceis, que o desafio poderia ser superado: Daniel Augusto, Daniela Silva, Hugo Simões, Janilo Zorgetz, Laís Costa, Maiara Guedes, Marivaldo Santos, Natália Paes, Suellen Rodrigues e Victor Simões.

Aos companheiros do mestrado, que superaram diversos obstáculos juntos comigo, no decorrer do curso: Adriana Hecke, Anderson Amâncio, Claudinei Brandão, Cristiano do Nascimento, Edson Sillas, João Cláudio Pizzo, Joice Danke, Jorge Quadros, Lauro Ribeiro, Luciane Franco, Lucicléia Rodrigues, Luiz Fernando Berbetz, Marcos Barreto, Regina Karolkievcz, Robert Espejo, Tainan Bezerra, Thaís Ripka e Vital Ferreira.

Aos profissionais da Sefaz Bahia, da 18ª CSM, da Totvs Ilhéus, da Leadership Sul e da Ernst & Young, que permitiram novos aprendizados a cada dia, contribuindo de maneira inestimável para a minha formação profissional e pessoal.

À todos, muito obrigado.

Supor é bom – Descobrir é melhor
(Mark Twain)

RESUMO

A Teoria do Mercado Eficiente afirma que os preços dos ativos financeiros refletem as informações relevantes que são divulgadas. Estas informações podem afetar o julgamento dos investidores acerca dos fundamentos da organização, fazendo com que suas ofertas para a comercialização dos títulos mobiliários destas entidades apresentem variação de acordo com o sentido das informações. Quando disponibilizadas na forma descritiva, as informações empresariais podem apresentar vieses que expõem seus usuários ao risco de tomar decisões equivocadas. Diante disso, o presente estudo busca investigar o reflexo da justificativa apresentada pelas empresas de capital aberto para explicar o resultado obtido em 2009 em sua *performance* no mercado acionário. Considerou-se no estudo a explanação apresentada no Relatório de Administração de 173 empresas que formaram a amostra investigada. Primeiramente, os fragmentos textuais selecionados foram submetidos à Análise Lexical permitindo, assim, a construção de um protocolo relacionando as ideias-chave que as organizações basearam as suas explicações. Com base neste protocolo obtido, as empresas foram classificadas de acordo com os aspectos predominantes em sua justificativa. Em seguida, por intermédio do teste não paramétrico do Qui-quadrado (χ^2), foi realizada a análise para verificar se os aspectos abordados na justificativa apresentada sofriam influência do desempenho obtido, medido por meio da variação do lucro líquido dos exercícios sociais de 2008 e 2009. Por fim, o estudo centrou-se em verificar o efeito que os fatores relacionados na explanação sobre o resultado de 2009 exercem no preço das ações das empresas integrantes da amostra, considerando diferentes janelas temporais para esta investigação. Como resultado da pesquisa, verificou-se que as empresas justificam sua *performance*, principalmente, em fatores relacionados aos seguintes aspectos: 1) comerciais; 2) macroeconômicos; 3) normativos e tributários; 4) não operacionais; e, 5) operacionais. Na classificação das empresas considerando este protocolo de ideias-chave, constatou-se que apenas as categorias relacionadas aos aspectos macroeconômicos e operacionais apresentam grandes diferenças no número de empresas que tiveram crescimento e retração em seu resultado. O grupo que concentrava as empresas que utilizaram os aspectos macroeconômicos para justificar seu resultado apresentou, em sua grande maioria, retração em seu desempenho. Diferentemente, as organizações que tiveram crescimento em sua *performance* foram a maioria no estrato que reunia àquelas que abordaram predominantemente seus aspectos operacionais. Detectou-se também que o desempenho obtido exerce influência significativa nos aspectos abordados. Por fim, verificou-se que o preço das ações das empresas investigadas não sofreu impacto significativo da justificativa apresentada para o resultado. Conclui-se, assim, que os aspectos abordados na justificativa não refletem no julgamento dos investidores acerca das operações da organização.

Palavras-chave: Informação; Relatório de Administração; Desempenho; Disclosure; Preço de Ações.

ABSTRACT

The Efficient Market Theory says that financial asset prices reflect relevant information that is disclosed. This information may affect the judgment of investors on the fundamentals of organization, making their bids for the sale of securities of these entities have varying according to the meaning of information. When presented in descriptive form, corporate information may be biased they expose their users to the risk of making wrong decisions. Thus, the present study investigated the reflection of the justification presented by public companies to explain the result obtained in 2009 his performance in the stock market. It was considered in the study the explanation presented in the Administration Report of 173 companies that formed the sample investigated. First, the text fragments selected by Lexical Analysis, thus enabling the construction of a protocol relating the key ideas that organizations based their explanation. Based on this protocol, firms were classified according to the predominant aspects in their justification. Then, through the nonparametric chi-square analysis (χ^2) was performed to verify the points in the justification presented suffered influence of performance, as measured by net earnings for fiscal years 2008 and 2009. Finally, the study focused on verifying the effect that the factors listed in the explanation of the results of 2009 have on the share prices of companies comprising the sample, considering different time frames for this research. As results, it was found that companies justify their performance, particularly on factors related to the following aspects: 1) trade, 2) macroeconomic and 3) regulatory and tax, 4) non-operational and, 5) operational. In the classification of companies considering this protocol of key ideas, found that only the categories related to the macroeconomic and operational differ greatly in the number of companies whose growth and retraction in its income. The group that focused companies that have used the macroeconomic aspects to justify its result showed, for the most part, decline in performance. In contrast, organizations that grew in his performance were mostly in the subset that met those that focused predominantly its operational aspects. We also detected that the performance significant influence on the aspects explained. Finally, the price of the shares of the companies investigated didn't suffer any significant impact of the justification presented for the result. It follows therefore that the points raised in the justification doesn't reflect the trial of investors about the operations of the organization.

Keywords: Information; Administration Report; Performance; *Disclosure*; Share Prices

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Etapas da pesquisa desenvolvidas	41
Quadro 2 – Protocolo de ideias-chave.....	63

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Desenho da pesquisa	38
Figura 2 – Definição da amostra	40
Figura 3 – Etapas da Análise Lexical	42

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Resumo do Resultado da Realização da Aproximação Lexical Sumária.....	46
Tabela 2 – Lista das Palavras que foram empregadas mais de 20 vezes.....	47
Tabela 3 - Resumo do Resultado da Realização da Aproximação Lexical Sumária, considerando o uso de expressões.....	48
Tabela 4 – Expressões que foram utilizadas mais de dez vezes	49
Tabela 5 – Resumo do resultado da Aproximação Lexical Controlada.....	50
Tabela 6 – Relação de termos mais utilizados após a realização da Aproximação Lexical Controlada	51
Tabela 7 – Resumo do resultado após a aplicação da Aproximação Lexical Seletiva	52
Tabela 8 – Sumário do resultado da realização da 2ª etapa da Aproximação Lexical Seletiva	53
Tabela 9 – Resumo do resultado da execução da 3ª etapa da Aproximação Lexical Seletiva	54
Tabela 10 – Termos com frequência superior a 20 vezes após a realização da Aproximação Lexical Seletiva	54
Tabela 11 – Sumário dos resultados encontrados com a Aproximação Lexical Controlada .	57
Tabela 12 – Termos empregados mais de 10 vezes após a realização da Aproximação Lexical Controlada.....	57
Tabela 13 – Resumo dos resultados da Especificação Lexical.....	59
Tabela 14 – Palavras mais relevantes para as empresas segregadas nas categorias estudadas	60
Tabela 15 – Termos utilizados para elaboração do Protocolo de Ideias-chave.....	61
Tabela 16 – Classificação das empresas de acordo com os aspectos apresentados na justificativa do resultado	64
Tabela 17 – Tabela de Contingência relacionando o desempenho com os aspectos elencados para justificá-lo.....	67
Tabela 18 – Frequências esperadas calculadas pelo teste χ^2	67
Tabela 19 – Resultado do Teste χ^2	68
Tabela 20 – Valor do V de Cramer	69
Tabela 21 – Resultado do Teste Kruskal-Wallis.....	70

LISTA DE ABREVIATURAS

CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
RA	Relatório de Administração

SUMÁRIO

AGRADECIMENTOS	16
RESUMO	19
ABSTRACT	20
LISTA DE QUADROS	21
LISTA DE FIGURAS	22
LISTA DE TABELAS	23
LISTA DE ABREVIATURAS	24
SUMÁRIO	25
1 INTRODUÇÃO	14
1.1 PROBLEMA DE PESQUISA	14
1.2 OBJETIVOS.....	16
1.2.1 <i>Objetivo Geral</i>	16
1.2.2 <i>Objetivos Específicos</i>	16
1.3 JUSTIFICATIVA	17
1.4 DELIMITAÇÕES DO ESTUDO	18
1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO.....	18
2 REVISÃO DE LITERATURA	20
2.1 TEORIA DA AGÊNCIA E ASSIMETRIA DA INFORMAÇÃO	20
2.2 TEORIA DA DIVULGAÇÃO	22
2.3 O PAPEL DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL NO MERCADO DE CAPITAIS	24
2.3.1 <i>Características Qualitativas da Informação Contábil</i>	25
2.3.2 <i>Divulgação Voluntária da Informação Contábil</i>	26
2.3.3 <i>A Informação Contábil em Mercados Eficientes</i>	28
2.4 O RELATÓRIO DE ADMINISTRAÇÃO.....	30
2.5 PESQUISAS ANTERIORES	32
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	35
3.1 TIPOLOGIA DE PESQUISA	35
3.2 TEORIA E HIPÓTESES – DESENHO DA PESQUISA	36
3.2 CONSTRUCTOS E DEFINIÇÕES OPERACIONAIS.....	38
3.4 POPULAÇÃO, AMOSTRAGEM E COLETA DE DADOS	39
3.5 ETAPAS DA PESQUISA E PROCEDIMENTOS DE ANÁLISE	41
3.5.1 <i>1ª Fase – Conhecimento Inicial dos Textos</i>	41
3.5.2 <i>2ª Fase – Classificação das Empresas</i>	43
3.5.3 <i>3ª Fase – Investigação Sobre a Influência do Desempenho da Entidade na Justificativa Apresentada</i>	44
3.5.4 <i>4ª Fase – Análise do impacto da justificativa apresentada nos RA's no preço das ações da companhia</i>	45
4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	46
4.1 CONHECIMENTO INICIAL DOS TEXTOS ANALISADOS	46
4.2 CLASSIFICAÇÃO DAS EMPRESAS ANALISADAS EM RELAÇÃO À JUSTIFICATIVA DO RESULTADO DO PERÍODO	63

4.3 ANÁLISE DA ASSOCIAÇÃO ENTRE DESEMPENHO E JUSTIFICATIVAS APRESENTADAS .	66
4.4 INVESTIGAÇÃO SOBRE A INFLUÊNCIA DAS JUSTIFICATIVAS NOS PREÇOS DAS AÇÕES	69
5 DISCUSSÃO E CONCLUSÃO.....	72
REFERÊNCIAS	75
APÊNDICES	84
APÊNDICE A – LISTA COM OS ADVÉRBIOS E LOCUÇÕES ADVERBIAIS, CONJUNÇÕES, PREPOSIÇÕES, LOCUÇÕES PREPOSITIVAS E PRONOMES QUE FORAM DESCONSIDERADOS NA EXECUÇÃO DA ANÁLISE LEXICAL	84
APÊNDICE B – EMPRESAS INVESTIGADAS E SUA CLASSIFICAÇÃO	86

1 INTRODUÇÃO

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

A teoria dos mercados eficientes de capital, desenvolvida inicialmente por Roberts (1967, *apud* TAVARES, 2006) e aperfeiçoada por Fama (1970), defende que as informações relevantes são incorporadas ao preço dos ativos financeiros negociados. Vam Horne (1998) afirma que em mercados eficientes, os preços dos títulos mobiliários refletem o consenso sobre as informações disponíveis relacionadas à economia, aos mercados financeiros e, principalmente, sobre a própria entidade.

Na visão de Assaf Neto (2007, p.216), “toda nova informação relevante trazida ao mercado tido como eficiente tem o poder de promover alterações nos valores dos ativos negociados, modificando seus livres preços de negociação e resultados de análises”. Na perspectiva de Silva e Pereira (2008), novas informações, portanto, podem afetar o julgamento dos investidores sobre determinada empresa, alterando a sua expectativa quanto ao desempenho futuro da entidade.

Diante deste cenário, os investidores em mercados de ações caracterizam-se como um dos principais usuários das informações contábeis, por intermédio das quais eles têm a possibilidade de efetuar constante avaliação das companhias (LIMA *et al.*, 2008). Ao passo que os investidores adquirem novos conhecimentos sobre os aspectos relacionados ao contexto operacional e mercadológico da empresa, eles alteram o preço de suas ofertas para a comercialização de títulos da entidade, aumentando-o quando as novidades são boas e diminuindo-o ao interpretarem que as informações não são favoráveis (TAVARES, 2006).

Com isso, o processo de divulgação de informações contábeis aos usuários externos constitui um aspecto primordial na sobrevivência das companhias (GALLON; BEUREN, 2006). Por intermédio desta divulgação, a entidade pode proporcionar maior transparência aos *stakeholders* acerca de seus fundamentos operacionais e permitir que estes agentes busquem melhor embasamento para suas decisões econômicas. Os fenômenos relacionados a esta evidenciação de

informações que as organizações promovem são investigados pela Teoria da Divulgação.

De acordo com Yamamoto e Salotti (2005), a Teoria da Divulgação busca, sob diferentes perspectivas, explicar aspectos relacionados ao *disclosure* das informações contábeis das entidades. Verrecchia (2001) afirma que a redução da assimetria informacional constitui o ponto de partida para melhor compreensão desta teoria. O autor defende que este deva ser o caminho para interligar a eficiência da escolha da divulgação de informações, os incentivos para esta divulgação e o reflexo endógeno que ela provocará.

No elenco de informações divulgadas pelas entidades, encontram-se aquelas de natureza contábil. Segundo Papelu, Healy e Bernard (2004), os relatórios contábeis são base para uma ampla extensão da análise empresarial. Diante desta perspectiva, conforme Silva e Pereira (2008), mostra-se crescente o número de pesquisas realizadas buscando identificar o impacto das informações contábeis nos valores de títulos mobiliários. Os trabalhos seminais que objetivavam esta investigação foram os de Ball e Brown (1968) e Beaver (1968).

As pesquisas que investigam o efeito que a informação contábil provoca no mercado de capitais, que inicialmente centravam sua atenção nos dados quantitativos divulgados pelas empresas, estenderam seu enfoque aos demonstrativos de características descritivas. Demonstra-se crescente o número de pesquisas que abordam aspectos atinentes às Notas Explicativas, Relatórios de Administração, Relatórios Anuais, Pareceres de Auditores Independentes, entre outros instrumentos narrativos que contenham informações contábeis. Pava e Epstein (1993) alertam que podem existir vieses na construção textual destes relatórios, mostrando-se salutar, portanto, o avanço dos estudos que utilizam estes dados.

Parte destes relatórios descritivos, como o Relatório de Administração, não é submetido ao processo de auditoria ou fiscalização de órgãos reguladores (IUDÍCIBUS, 2004). Com isso, abre-se espaço para que informações possam ser manipuladas pela administração da entidade, expondo seus usuários ao risco de embasarem suas decisões em informações enganosas (BALATA; BRETON, 2005).

Este fenômeno tem sido observado principalmente quando a entidade obtém resultados insatisfatórios no período (COLAUTO; MARQUES, 2010).

Considerando, portanto, a premissa de que as informações contábeis disponibilizadas pelas empresas são absorvidas pelo mercado, sendo elas de forma quantitativa ou qualitativa, e que este segundo tipo pode apresentar características tendenciosas, surge a seguinte questão de pesquisa:

Qual o reflexo das justificativas do desempenho fornecidas pelas companhias, expressas em seus Relatórios de Administração, na sua performance no mercado acionário?

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo Geral

Diante da questão de pesquisa proposta, o presente estudo tem por objetivo geral avaliar o impacto da explicação do desempenho da empresa, presente em seu Relatório de Administração do exercício social de 2009, no valor de negociação de seus títulos mobiliários.

1.2.2 Objetivos Específicos

- a) Explorar como são construídas lexicalmente as explicações sobre o desempenho da entidade;
- b) Construir um protocolo de ideias-chave que possibilite classificar as entidades de acordo com os aspectos que são listados para justificar a *performance* observada no exercício;
- c) Verificar se o desempenho obtido pela entidade exerce influência na abordagem utilizada para justificá-lo;

d) Analisar o impacto dos aspectos listados para justificar a *performance* da entidade no valor de negociação das ações, considerando diferentes janelas temporais.

1.3 JUSTIFICATIVA

Sob o ponto de vista acadêmico, esta pesquisa justifica-se pelo fato de ampliar as investigações relacionadas às características narrativas das informações qualitativas apresentadas pelas entidades. Considerando que os elementos textuais utilizados podem ser empregados de forma a enviesar a interpretação do leitor, podendo levar os usuários destas informações ao entendimento dissonante ao refletido pelos dados quantitativos, torna-se salutar o desenvolvimento de estudos que busquem identificar características relacionadas às informações explanadas pelas organizações.

Adicionalmente, destaca-se também o avanço do presente estudo em uma área da abordagem positiva em contabilidade pouco explorada: a influência de informações narrativas no valor de negociação das ações das companhias investigadas. A investigação da influência provocada pelos números contábeis tem adquirido posições de destaque no meio científico. Todavia, a investigação sobre o impacto das seções narrativas dos demonstrativos contábeis, considerado por diversos autores como informações primordiais para a complementação do entendimento acerca da situação da empresa (BURLIN *et al.*, 2001), não acompanha este desenvolvimento.

Por fim, sob o enfoque prático, a presente pesquisa justifica-se pelo fato de investigar aspectos relacionados às informações cujos interessados não se resumem aos investidores, e sim um número maior de *stakeholders*. Por intermédio de pesquisas relacionadas ao impacto das informações contábeis, torna-se possível, portanto, alertar seus usuários a analisarem diferentes aspectos para que suas decisões não sejam embasadas em informações que podem estar distorcendo a situação econômico-financeira da entidade.

1.4 DELIMITAÇÕES DO ESTUDO

Para execução do estudo proposto, verificou-se a necessidade de realizar as seguintes delimitações:

- a) Quanto às empresas e o período de objeto de análise: optou-se por analisar os Relatórios de Administração referentes ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2009, das sociedades anônimas de capital aberto, cujos títulos mobiliários são negociados na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa);
- b) Quanto às informações extraídas dos Relatórios de Administração: devido a diversidade de informações que as empresas podem incluir em seus RAs, decidiu-se realizar a análise somente do fragmento textual do relatório em que a empresa realiza a explicação do desempenho obtido no período. Aliado a isso, considerou-se somente a explicação apresentada no RA, descartando as justificativas apresentadas em outros tipos de relatórios ou na página eletrônica da companhia.
- c) Quanto às características analisadas nos textos selecionados: observou-se no presente estudo o conjunto de palavras (léxico) que formam os fragmentos investigados (FREITAS; MOSCAROLA, 2000) e a caracterização do motivo destacado pela empresa como o principal fator de influência no desempenho obtido. Não foram tratados neste trabalho, portanto, outros aspectos abordados na literatura, como a compreensibilidade dos textos e o grau de otimismo que lhes são empregados.

1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO

Em face do exposto, a presente dissertação encontra-se estruturada em cinco seções, incluindo esta introdução. Nesta primeira parte, foram desenvolvidos os primeiros aspectos relacionados à problemática investigada. Destaca-se aqui a construção da questão de pesquisa a ser analisada, o seu desdobramento nos

objetivos desenvolvidos no intuito de encontrar resposta para a interrogativa, e a justificativa para explicar a relevância da investigação promovida.

Na segunda seção, desenvolve-se o quadro teórico de referência que, por sua vez, divide-se em cinco tópicos. Em primeiro lugar, apresentam-se os aspectos relacionados à Teoria da Agência e à Assimetria da Informação. Em seguida, aborda-se a Teoria da Divulgação, destacando os tipos de pesquisas observadas nesta área do conhecimento. Após isso, demonstra-se o papel da informação contábil no mercado de capitais. Na quarta seção o enfoque está nas informações qualitativas evidenciadas pelas empresas, sobretudo quanto às características dos Relatórios de Administração. Por fim, aborda-se a definição operacional de discurso, enfatizando a sua importância nas relações empresariais.

A terceira parte busca delinear os procedimentos metodológicos utilizados para desenvolver o estudo ora apresentado. Delineiam-se neste tópico a amostra investigada, o desenho da pesquisa e a definição operacional dos constructos que o formam, bem como as etapas de análise executadas.

Os resultados são apresentados e analisados na quarta seção da pesquisa. No primeiro momento, realiza-se a investigação exploratória dos textos investigados, por intermédio da análise lexical. Com o conhecimento das características textuais, são propostas classificações das sociedades em conformidade com os principais aspectos abordados em suas explicações sobre o desempenho apresentado. Por fim, a influência da *performance* na distinção de justificativas é investigada, bem como o efeito desta última no valor das ações das companhias integrantes da amostra.

Finalizando o estudo, a quinta seção apresenta um resumo das conclusões obtidas com a aplicação dos procedimentos metodológicos empregados para responder ao questionamento proposto. Aliado a isso, são elencadas sugestões para a realização de futuras pesquisas.

2 REVISÃO DE LITERATURA

Diante do problema de pesquisa abordado na seção introdutória deste estudo, este tópico busca elencar a sustentação teórica utilizada para embasar a investigação proposta. O quadro-teórico apresentado foi dividido em quatro blocos. No primeiro, abordam-se aspectos inerentes à Teoria da Agência e Assimetria da Informação, destacando a problemática relacionada à delegação de responsabilidades entre indivíduos. Em seguida, os aspectos relacionados à Teoria da Divulgação são tratados, ilustrando os tipos de *disclosure* observados no mercado. Na seção seguinte, a importância da informação contábil para o mercado de capitais ganha ênfase. Por fim, o Relatório de Administração, que consiste em uma das ferramentas de informação utilizadas pelas empresas de capital aberto, tem suas características discutidas.

2.1 TEORIA DA AGÊNCIA E ASSIMETRIA DA INFORMAÇÃO

Na busca por explicar as trocas internas às organizações, as teorias microeconômicas tradicionais fundamentam-se, principalmente, no conceito de equilíbrio de mercado (KIMURA; LINTZ; SUEN, 1998). Para Copeland, Weston e Shastri (2005), uma das condições necessárias para o mercado ser considerado eficiente é que toda informação seja gratuita e recebida de maneira simultânea por todos. Neste sentido, desenvolve-se a Teoria da Agência.

Os problemas de agência foram relatados primeiramente por Berle e Means, em 1932, e obtiveram maior atenção a partir da formulação teórica proposta por Jensen e Meckling em 1976 (GOLDBERG; IDSON, 1995). A relação de agência ocorre quando um ou mais indivíduos, denominado principal, delega a um ou outros indivíduos, chamado agentes, autoridade para executar funções relacionadas à tomada de decisão (JENSEN; MECKLING, 1976). Em contabilidade e finanças, a investigação foca na distinção entre propriedade e gestão de uma entidade, caracterizando-se os acionistas como principais e os executivos como agentes. Todavia, como destacam Kimura, Lintz e Suen (1998, p. 21), diversos outros exemplos cotidianos de relacionamentos de agência podem ser enumerados: quando se contrata um empregado para realizar determinadas atividades; quando se

recorre a um corretor para realizar a venda de um imóvel; quando se desenvolve um trabalho cooperativo com divisão de responsabilidades; quando se empresta dinheiro, com promessa de devolução, para um indivíduo; quando se aplica em um fundo de investimentos; etc.

Nesta delegação de responsabilidade para a tomada de decisões, pressupõe-se que o agente exerce esse poder visando o atendimento dos interesses do principal (KIMURA; LINTZ; SUEN, 1998). Entretanto, a Teoria da Agência considera os interesses inerentes aos próprios agentes, e estes podem extrair vantagens pessoais, aproveitando-se assim da dispersão acionária (GOLDBERG; IDSON, 1995). Para mitigação do risco inerente ao conflito de interesses, a Teoria da Agência preocupa-se com problemas relacionados a informações incompletas fornecidas pelo agente ao principal e a outros interessados (NASCIMENTO; REGINATO, 2008). Este problema é denominado assimetria da informação.

Hendriksen e Van Breda (1999) destacam que a assimetria da informação é causada pelo fato de os fatores serem conhecidos por ambas as partes em uma relação de agência, não sendo, portanto, certas consequências consideradas. Marchet (2001) complementa, afirmando que a assimetria da informação é um fenômeno no qual uma das partes envolvidas destina recursos para o controle e monitoramento da segunda parte envolvida, elevando assim o custo total da relação existente. Martinez (1998) lista quatro momentos críticos relacionados à assimetria da informação que demandam especial atenção: 1) problemas na criação; 2) problemas no controle; 3) problemas do desempenho; e, 4) problemas da conclusão.

O primeiro ponto elencado por Martinez (1998) relaciona-se a seguinte questão: como estruturar uma relação contratual que assegure que as ações realizadas pelo agente sejam em prol dos interesses do principal? Neste aspecto, o autor destaca que é necessário encontrar na elaboração do contrato maneiras de compensação do agente, diretamente associadas ao resultado esperado pelo principal.

O problema de controle, por sua vez, refere-se a mecanismos de monitoramento e acompanhamento que visam assegurar que os interesses do principal estão sendo resguardados, e que o agente está promovendo as ações mais

eficientes para alcançar os objetivos propostos. Este aspecto busca, além disso, evitar a existência de ações e informações ocultas (MARTINEZ, 1998).

O terceiro fator destacado pelo autor, denominado problemas de desempenho, busca alternativas para mensuração da *performance* do agente e, adicionalmente, verificar o esforço despendido pelo mesmo para a maximização dos interesses do principal. Neste ponto, a compensação do agente é efetivada mediante, principalmente, ao alcance de métricas de desempenho estabelecidas no contrato.

Por fim, os problemas de conclusão, segundo Martinez (1998), buscam encontrar as melhores formas para que o rompimento da relação contratual seja realizado de forma harmoniosa. Este fato minimiza riscos potenciais de confrontos que possam ocorrer em momentos posteriores.

O presente estudo centra-se no problema de controle. Para Martinez (1998), o controle busca minimizar a existência de informações ocultas, e isso passa pela forma e detalhamento que a mesma é fornecida.

2.2 TEORIA DA DIVULGAÇÃO

A Teoria da Divulgação busca, sob diferentes perspectivas, explicar fenômenos associados à divulgação de informações financeiras (YAMAMOTO; SALOTTI, 2005). Verrecchia (2001) defende que a redução da assimetria informacional constitui o ponto de partida para melhor compreensão desta teoria. O autor defende que este deva ser o caminho para interligar a eficiência da escolha da divulgação de informações, os incentivos para esta divulgação e o reflexo endógeno que ela provocará.

Em 2001, o periódico *Journal of Accounting and Economics* dedicou-se a publicar estudos que abordavam diferentes assuntos atinentes a pesquisa contábil de maneira ampla. Estes estudos tinham a finalidade de resumir os trabalhos já desenvolvidos na área e, sobretudo, propor direcionamentos futuros. Para descrever o estado da arte da pesquisa contábil relacionada à Teoria da Divulgação, o periódico escolheu o pesquisador Robert E. Verrecchia. Este autor desenvolveu,

portanto, o trabalho *Essays on Disclosure* (VERRECCHIA, 2001). O periódico selecionou também o pesquisador Ronald A. Dye para uma análise crítica do primeiro artigo, a qual foi realizada na publicação *An Evolution of 'Essays on Disclosure' and the Disclosure Literature Accountig* (DYE, 2001).

Assim, o objeto de estudo dessa área de pesquisa contábil busca analisar fenômenos ligados ao *disclosure* das entidades. De acordo com Espírito Santo *et al.* (2001, p. 12), *disclosure* representa

o meio de que dispõe a contabilidade para comunicar o resultado de todos os seus estudos, ponderações e avaliações, resultantes da aplicação de seus conceitos, os quais devem atestar a sua condição de provedora de informações utilitárias para seu público.

Verrecchia (2001, p.99) identificou que as pesquisas relacionadas a Teoria da Divulgação são categorizadas em três grupos:

a) Pesquisa baseada na Associação (*association-based disclosure*): estudos classificados neste modelo buscam identificar a associação entre o *disclosure* corporativo e o comportamento dos investidores, principalmente por intermédio da análise dos preços dos ativos e do volume de movimentações (YAMAMOTO; SALOTTI, 2005). Verrecchia (2001) destaca que este tipo de estudo busca identificar os efeitos exógenos do *disclosure*.

b) Pesquisa baseada na Discricionariedade (*discretionary-based disclosure*): este tipo de pesquisa centra-se nos motivos que levam os gestores das organizações a divulgarem determinadas informações (YAMAMOTO; SALOTTI, 2005). Trata-se, portanto, de estudos com base nos efeitos endógenos do *disclosure*. Dye (1985) destaca que os investidores preferem gestores que adotem políticas que maximizem o valor de mercado da empresa. Contudo, uma vez que os investidores sabem que existem informações que não foram divulgadas, eles consideram-nas como não favoráveis. Com isso, eles passam a acreditar que está ocorrendo uma supervalorização da empresa pelo mercado (DYE, 1985)

c) Pesquisa baseada na Eficiência (*efficiency-based disclosure*): o debate central deste enfoque de pesquisa reside na verificação de que tipo de informações são preferíveis e mais eficientes, considerando que elas ainda não foram divulgadas (YAMAMOTO; SALOTTI, 2005). Para Dye (2001), o custo de transação envolvido na

negociação de ativos entre investidores com graus diferentes de conhecimento da informação pode afetar a eficiência do *disclosure*. Sendo assim, na busca pela eficiência, as empresas desenvolvem políticas de divulgação com o intuito de reduzir a assimetria informacional, com vistas a reduzir esse custo.

Seguindo a taxonomia desenvolvida por Verrecchia (2001), o estudo proposto classifica-se na categoria de Pesquisa baseada em Associação. Isso porque o seu objetivo central é verificar o impacto de um aspecto ligado ao *disclosure* corporativo no comportamento dos investidores. Neste caso, a forma textual como o resultado da empresa está sendo apresentado e a variação no preço das ações caracterizam-se como os constructos independente e dependente, respectivamente, utilizados para a operacionalização do trabalho.

2.3 O PAPEL DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL NO MERCADO DE CAPITAIS

A informação, na visão de Brookes (1980), é um elemento que provoca transformações estruturais. Para Yamamoto e Salotti (2006), esta informação pode ser interpretada e utilizada para solucionar problemas. Desta forma, destaca-se que constitui um fator relevante para a sociedade, capaz de modificar o entendimento do indivíduo sobre o contexto ou o objeto em análise, provocando assim alterações na estrutura social.

Araújo (2002) afirma que o estado da arte do conhecimento sobre determinado assunto é constituído pela interpretação do conjunto de informações recebido até o momento. Assim, ao passo que mais informações são agregadas, cria-se um novo estado da arte do conhecimento que interfere, portanto, na percepção do assunto (ARAÚJO, 2002). Yamamoto e Salotti (2006, p. 5) complementam, com base nessa conceituação, que a informação contábil “pode ser considerada como aquela que altera o estado da arte do conhecimento de seu usuário em relação à empresa e, a partir de interpretações, a utiliza na solução de problemas”.

Diante disso, aborda-se neste tópico aspectos relacionados à informação contábil. Primeiramente, realiza-se uma explanação sobre suas características

qualitativas, destacando a abordagem difundida pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC). Em seguida, destaca-se a divulgação voluntária de informações promovida pelas empresas. Por fim, é relacionado o papel da informação contábil em mercados eficientes.

2.3.1 Características Qualitativas da Informação Contábil

O CPC, em seu documento intitulado Estrutura Conceitual para a Elaboração e Apresentação das Demonstrações Contábeis, considera como principais características qualitativas para a utilidade da informação contábil a compreensibilidade, a comparabilidade, a confiabilidade e a relevância (CPC, 2008).

De acordo com o referido órgão, presume-se que os usuários da informação contábil tenha razoável conhecimento dos negócios, das atividades econômicas e de contabilidade. As informações contábeis, com base nessa premissa, devem ser apresentadas de forma que permita o pronto entendimento dos usuários (CPC, 2008). Guagliardi (1987) destaca que a compreensibilidade das informações contábeis deve ser meta constante das organizações, fazendo com que a Contabilidade cumpra o seu objetivo de suprir seus usuários com informações claras e justas, capazes de influenciar suas decisões econômicas.

Quanto à comparabilidade, o CPC (2008) determina que a informação contábil seja apresentada de forma que possibilite a comparação da posição patrimonial da entidade ao longo do tempo. Adicionalmente, determina também que seja permitida a comparação com diferentes entidades. Com isso, a comparabilidade das informações permite aos usuários a verificação de tendências da variação patrimonial da entidade, bem como o seu posicionamento em relação às demais organizações.

Relacionado à confiabilidade, a informação contábil apresentada deve estar livre de erros ou vieses significativos e representar, fielmente, a posição patrimonial, econômica e financeira da empresa (CPC, 2008). Ludícibus (2004, p. 77) defende que a confiabilidade “é a qualidade (atributo) que faz com que o usuário aceite a

informação contábil e a utilize como base para suas decisões, tornando-se, assim, um elo fundamental entre o usuário e a própria informação".

Por fim, a informação deve ser relevante no atendimento das necessidades dos seus usuários (CPC, 2008). Para Kam (1986), a informação é considerada relevante se ela for capaz de reduzir a incerteza dos usuários no processo de tomada de decisões. Aliado a isso, o citado autor considera a oportunidade como um elemento de relevância. Ele defende, portanto, que a informação deve estar disponível no momento da decisão, caso contrário perderá sua importância.

Contudo, apesar dos aspectos listados pelo CPC (2008), Lopes e Martins (2005) observam que as informações geradas pela Contabilidade podem sofrer influência direta dos interesses pessoais dos agentes. Esses interesses podem estar relacionados a mecanismos de remuneração, acordos contratuais, concorrência, fontes de financiamento, legislação tributária, estrutura societária, entre outros fatores (BALL, 1999; ALI e HWANG, 2000; GINER e REES, 2001).

Diversos autores enfatizam que o controle para mitigar a possibilidade desta manipulação de resultados deve partir de regulamentações de órgãos normativos (FRANKEL; LI, 2004). Em contraponto, Lev (1988) afirma que o crescimento do interesse e da procura de informações pelo principal e demais interessados motiva sua produção, qualidade e fornecimento de informações pelos agentes, contribuindo assim com a divulgação voluntária de informações. A divulgação voluntária representa o disclosure efetuado pela empresa que não está elencado como obrigatória em normas e regulamentos e suas características são apresentadas no próximo tópico.

2.3.2 Divulgação Voluntária da Informação Contábil

Para Baums (2002), o *disclosure* desempenha o papel de agente facilitador ao auxiliar os *stakeholders* no processo de tomada de decisão. Para analisar os aspectos relacionados à divulgação, os pesquisadores segregam o *disclosure* em dois extremos: obrigatório e voluntário (DYE, 2001). O primeiro grupo contempla a divulgação de informações exigidas por intermédio de normativos legais de cada

país. Em contrapartida, o *disclosure* voluntário engloba informações que não são compulsórias por lei, mas que oferecem maior transparência das atividades corporativas (LIMA, 2007).

Verrecchia (2001) considera que o *disclosure* caracteriza-se como um evento endógeno, no qual as empresas possuem incentivos econômicos para divulgar informações de maneira voluntária. De acordo com Dye (2001), esta decisão sobre a divulgação de informações adicionais é um caso especial da Teoria dos Jogos, em que a empresa somente realizará essa divulgação se os benefícios gerados superarem os seus custos. Se os gestores decidem por não divulgar as informações, os usuários podem interpretar esta decisão de duas formas: a) as informações são negativas; ou b) as informações são positivas, mas não o suficiente para compensar os custos inerentes a ela (VERRECHIA, 1983)

Nessa ótica, Guay e Verrecchia (2007) afirmam que o gestor pautará suas decisões considerando seus próprios interesses, sendo que na maioria dos casos concentra-se na divulgação de informações positivas em relação à empresa e na omissão de informações ruins. Para Lambert (2001), se os gestores acreditam que as informações divulgadas poderão ser utilizadas contra eles, aumenta-se a chance de decidirem por não divulgá-la.

Na visão de Rogers, Schrand e Verrecchia (2007), não só as informações de caráter positivo relacionadas às entidades devem ser divulgadas. Segundo os autores, mesmo que a notícia não seja boa, esta deve ser apresentada. Eles defendem que o mercado interpretará que a omissão de informações decorre do fato delas não serem boas, podendo haver alteração nos valores ofertados pelos investidores para comercialização de ações da empresa, na tentativa de antecipar os impactos de eventos negativos que possam estar ocorrendo na entidade. Para Lima (2007), as empresas quando fazem divulgações de aspectos negativos, possibilitam ao usuário realizar julgamentos adequados, em virtude de proporcionar os fundamentos técnicos relacionados à situação.

O ponto central da presente pesquisa reside em informações prestadas pelas empresas que não são reguladas por órgãos normativos ou auditadas por profissionais independentes. Os dados veiculados no Relatório de Administração

podem, portanto, sofrer influência de valores e interesses pessoais dos gestores e, neste trabalho, busca-se verificar se a explicação do resultado alcançado no exercício social, contida neste informe, influencia a decisão dos investidores da empresa.

2.3.3 A Informação Contábil em Mercados Eficientes

Na visão de Copeland e Weston (2005), um dos conceitos fundamentais da Teoria de Finanças refere-se à eficiência dos mercados, em que o preço dos ativos forneceriam embasamento adequado para a decisão sobre a alocação de recursos. Para Fama (1970), os mercados são eficientes à medida que refletem inteiramente todas as informações disponíveis, além de apresentarem rápido ajuste de preços dos ativos ao passo que novas informações são disponibilizadas.

Com base nos testes empíricos realizados, Fama (1970) definiu três tipos de eficiência de mercado: a) fraca; b) semiforte; e, c) forte. Na forma de eficiência fraca, nenhum investidor poderia obter retornos em excesso por meio da análise dos preços históricos. Na forma semiforte, por sua vez, não seria possível obter retornos extraordinários baseados nas informações públicas da empresa, pois o preço se ajustaria rapidamente às novas informações. Por fim, na forma forte, nenhum investidor poderia obter retornos anormais com base nas informações da entidade, mesmo que elas sejam confidenciais.

A Contabilidade é considerada por Niyama (2005) como a linguagem dos negócios, na qual os agentes econômicos buscam informações sobre a situação da empresa para tomar decisões no momento da realização de investimentos. A informação contábil, por se tratar de uma forma de demonstrar aos interessados a situação patrimonial da empresa, possui um papel importante na definição de mercados eficientes. Como a informação contábil influencia a alocação de recursos e o preço dos ativos, além de impactar na distribuição de riquezas entre os diversos agentes econômicos, torna-se de extrema importância assegurar a qualidade das informações prestadas (PAULO; MARTINS, 2007).

Papelu, Healy e Bernard (2004) afirmam que os relatórios contábeis são base para uma ampla extensão da análise empresarial, atuando como importante mecanismo de governança corporativa. Os autores destacam ainda que configuram um salutar meio para a administração comunicar aos investidores o desempenho da empresa. Paulo e Martins (2007) afirmam que, assim a Contabilidade cumpre um de seus principais papéis: o de reduzir a assimetria informacional, contribuindo para que seus usuários realizem adequada alocação de recursos disponíveis.

Dantas, Zedersky e Niyama (2004), por sua vez, destacam que a empresa deve divulgar informações contábeis de natureza qualitativa e quantitativa, que permitam a seus usuários avaliarem as atividades desenvolvidas e seus riscos, englobando aspectos de tempestividade, detalhamento e relevância, que os autores consideram indispensáveis.

Apesar de diversos pesquisadores considerarem que as informações contábeis são formadas por dados qualitativos e quantitativos, geralmente a pesquisa contábil centra sua atenção nas informações financeiras disponíveis nas demonstrações, deixando de lado os eventos de natureza não financeira (RODRIGUES, 2005). Contudo, a comunicação tem sido reconhecida como função básica dos relatórios financeiros disponibilizados pelas companhias (LITTLETON e ZIMMERMANN, 1962; PATEL e DAY, 1996). Horngren (1974) considera a Contabilidade como uma linguagem com vocabulário específico, capaz de relatar a história financeira de diferentes entidades.

No rol de pesquisas que discutem características de comunicação existem aquelas em que a preocupação maior está em sua compreensibilidade e ausência de viés (ADELBERG, 1979; SMITH e TAFFLER, 1992; DIAS FILHO, 2000; COSTA *et al.*, 2006) e os estudos que buscam identificar o impacto de escolhas e características narrativas no desempenho da empresa, seja esta *performance* medida por intermédio de seu resultado econômico (HILDEBRANDT e SNYDER, 1981; PAGLIARUSSI e SCOTÁ, 2009), de seu valor de mercado (SILVA e PEREIRA, 2008; COLAUTO e MARQUES, 2010) ou da classificação quanto ao seu nível de governança corporativa (GALLON; BEUREN, 2006).

O presente estudo pode ser classificado no segundo grupo de pesquisas, em virtude de seu objetivo centrar-se na investigação sobre a influência da justificativa dos resultados alcançados no preço das ações das companhias integrantes da amostra. Todavia, deve-se destacar que a pesquisa parte de pressupostos elencados nos trabalhos desenvolvidos no primeiro grupo. Isso porque, mesmo que seja defendida pela academia que os métodos de mensuração e divulgação contábil não devam ser tendenciosos (IUDÍCIBUS e LOPES, 2004), estudos apontam para o rompimento destas características quando constatarem que Relatórios Narrativos são carregados de vieses (PAVA e EPSTEIN, 1993; YUTHAS *et al.*, 2002).

Esses vieses ficam mais claros quando as empresas obtêm resultados inferiores ao esperado (COLAUTO; MARQUES, 2010). Ao constatar que a *performance* no período ficou aquém do que era planejado, as empresas centram sua análise descritiva na conjuntura econômica (SILVA; RODRIGUES; ABREU, 2007). Watts e Zimmerman (1978) destacam que empresas lucrativas e de setores sensíveis a pressões políticas tendem a escolher formas de divulgação que reduzam sua exposição pública.

Um dos meios de apresentação de informações contábeis de natureza qualitativa é o Relatório de Administração. Os aspectos relacionados à este instrumento de divulgação serão abordados na próxima seção.

2.4 O RELATÓRIO DE ADMINISTRAÇÃO

Entre as formas de divulgação de característica descritiva, encontram-se os RA's. A Lei 6.404/76 (BRASIL, 1976), atualizada pelas Leis nº 11.638 e 11.941, disciplina que este relatório deve estar contido no conjunto de informações prestadas pelas companhias. De acordo com a referida norma, os RA's devem conter as seguintes informações: aquisição de debêntures de sua própria emissão; política de reinvestimento de lucros e distribuição de dividendos constantes de acordo de acionistas; negócios sociais e principais fatos administrativos ocorridos no exercício; e, relação dos investimentos em sociedades coligadas e/ou controladas evidenciando as modificações ocorridas durante o exercício.

Além destas informações obrigatórias, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) lista outros de caráter facultativo, como forma de melhorar a qualidade das informações disponibilizadas para os usuários externos. Por intermédio do Parecer de Orientação nº 15/87 (CVM, 1987), o órgão recomenda que sejam informados nos RA's os seguintes fatores: descrição dos negócios, produtos e serviços; comentários sobre a conjuntura econômica geral; recursos humanos; investimentos; pesquisa e desenvolvimento; novos produtos e serviços; proteção ao meio-ambiente; reformulações administrativas; investimentos em controladas e coligadas; direitos dos acionistas e dados de mercado; perspectivas e planos para o exercício em curso e os futuros. A entidade sugere também que sejam relacionadas informações resumidas acerca das empresas em que são mantidos investimentos.

Ludícibus (2004, p.128) destaca que o RA “engloba normalmente informações de caráter não financeiro que afetam a operação da empresa”. Burlin *et al.* (2001) consideram que a importância do RA está em disponibilizar informações descritivas que permitem aos usuários complementar seu entendimento relacionado às demais demonstrações contábeis. Entretanto, Ludícibus (2004) chama atenção para o fato destes relatórios não serem objeto de auditorias para verificar a autenticidade das informações prestadas. Este fato abre espaço para manipulações expondo seus usuários a mensagens contraditórias (BALATA; BRETON, 2005).

Em virtude desta possibilidade da existência de informações tendenciosas, estão sendo realizadas pesquisas investigando as características textuais destes relatórios. Os estudos têm dado enfoque principalmente aos padrões de causalidade oportunistas e sob a hipótese de ofuscação (RIBEIRO *et al.*, 2008). No primeiro aspecto, observa-se que as empresas tendem a atribuir causas internas aos fatos positivos e causas externas quando a natureza destes fatos é negativa (THOMAS, 1997). Por sua vez, a hipótese de ofuscação sugere que, na existência de desempenho financeiro ruim, os RA's apresentem menor clareza e legibilidade (SMITH e TAFFLER, 1992; BALATA e BRETON, 2005). O presente estudo, portanto, busca verificar se este fenômeno ocorre nos Relatórios de Administração das empresas brasileiras de capital aberto.

2.5 PESQUISAS ANTERIORES

A preocupação acadêmica com os fenômenos relacionados à informação contábil apresentada de forma qualitativa tem aumentado, fato esse que pode ser verificado por intermédio do crescente número de pesquisas realizadas sob este enfoque. Patel e Day (1996) afirmam que a comunicação tem sido reconhecida como função básica dos relatórios financeiros disponibilizados pelas companhias.

Com isso, os estudos realizados com o objetivo de discutir características inerentes à comunicação das informações contábeis concentram-se em dois focos específicos. O primeiro foco preocupa-se principalmente com a compreensibilidade e ausência de viés dos relatórios disponibilizados. Em contrapartida, existem os estudos que objetivam investigar o impacto das características da informação contábil no desempenho da empresa. Neste tópico, portanto, são apresentados estudos anteriormente realizados sob os dois diferentes enfoques.

Adelberg (1979), por meio da metodologia *cloze readability*, concluiu que o grau de compreensibilidade das narrativas contábeis varia entre diferentes classes de usuários.

Dias Filho (2000) revisita estudos realizados com o objetivo de avaliar a compreensibilidade das informações contábeis e conclui que existe associação entre o tipo de linguagem utilizado na elaboração das demonstrações contábeis e a forma como os usuários destas informações interpretam seu conteúdo. O autor defende que deve-se investigar as características médias dos usuários em geral para determinar os elementos mais representativos e que merecem maior atenção no processo de comunicação contábil. Com isso, a informação contábil seria adaptada à evolução vivenciada pelos seus usuários, e se adequaria aos termos que lhes são mais comuns.

Costa *et al.* (2006), por sua vez, avaliaram a compreensibilidade e legibilidade do relatório de administração de uma empresa de capital aberto. Para isso, os autores fizeram uso de duas metodologias: a técnica *cloze* e as formulas de legibilidade. O estudo foi efetuado com a aplicação do questionário contendo as duas técnicas em uma amostra de 291 estudantes, divididos entre os cursos de Administração e Ciências Contábeis. De acordo com a análise de legibilidade o texto

foi considerado de fácil interpretação, todavia mostrou-se uma baixa compreensibilidade pelos alunos. Com isso, inferiram que a dificuldade da compreensão do texto poderia estar no processo de aprendizagem dos alunos, e não nas características textuais apresentadas. Para testar esta hipótese, os autores investigaram a correlação entre o grau de compreensibilidade e predominância de internalidade ou externalidade no processo de aprendizagem. Contudo, não foi identificada associação estatisticamente significativa entre os dois constructos.

Pagliarussi e Scotá (2009) aplicaram a análise de conteúdo empregada por Smith e Taffler (2000) para avaliar a possibilidade de prever a descontinuidade das empresas por intermédio das seções narrativas dos demonstrativos contábeis. Os autores identificaram as empresas com falência ou concordata decretada a partir do ano 2000 e emparelharam estas empresas com outras do mesmo setor e que se apresentavam financeiramente saudáveis. Desta forma, os pesquisadores concluíram que o *disclosure* narrativo das empresas constitui uma importante fonte de informação para prever a descontinuidade das empresas, pois na pesquisa foi possível realizar a classificação estatisticamente significativa das empresas falidas e não falidas.

Silva e Pereira (2008) analisaram se o nível de otimismo apresentado nos fatos relevantes divulgados pelas empresas de capital aberto nos anos de 2006 e 2007 impactou o preço das ações. Para isso, os autores realizaram a leitura de todos os fatos relevantes coletados e os classificaram em pessimistas, neutros e otimistas. O número de fatos classificado como pessimista foi pequeno e, em virtude disso, os autores consideraram que não era possível concluir se este nível de otimismo impactava no preço das ações. Contudo, a partir das regressões efetuadas para os outros dois níveis, os pesquisadores não encontraram influência estatisticamente significativa no preço das ações.

Avaliando também o nível de otimismo utilizado na construção textual, Colauto e Marques (2010) avaliaram se essa característica dos Relatórios de Administração exercia influência no preço das ações. Os autores selecionaram as três empresas com melhores lucros e as três que apresentaram os piores prejuízos no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2008. Assim como no estudo

promovido por Silva e Pereira (2008), os autores não identificaram influência estatisticamente significativa entre a variável explicativa e a explicada.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Nesta seção, são abordados os procedimentos metodológicos empregados para a execução da pesquisa. Primeiramente, destaca-se a tipologia do estudo, classificando a pesquisa de acordo com seus objetivos, natureza das variáveis, dimensão temporal e interferência do pesquisador nas variáveis envolvidas. Em seguida, é elencada a Teoria utilizada para embasamento do estudo e elencam-se as hipóteses investigadas, os constructos e suas definições operacionais. Dando continuidade a seção, define-se a população e amostra estudada, as etapas executadas para a análise dos resultados e, por fim, as limitações observadas no estudo.

3.1 TIPOLOGIA DE PESQUISA

Segundo Demo (1991, p.7), a metodologia representa “etimologicamente, o estudo dos caminhos, dos instrumentos usados para se fazer ciência. É uma disciplina instrumental, a serviço da pesquisa”. Portanto, toda pesquisa requer uma definição de suas características e elementos utilizados para a sua consecução. Contudo, a classificação da pesquisa, de acordo com os elementos que a caracterizam, constitui uma tarefa árdua para o pesquisador. Martins (2000) destaca que não existe um único referencial teórico sobre a matéria, sendo apresentado na literatura metodológica diferentes classificações. No presente estudo, portanto, optou-se por adotar um *mix* de conceitos desenvolvidos por diferentes autores.

Quanto aos seus objetivos, a pesquisa pode ser classificada em exploratória, descritiva e explicativa (ANDRADE, 1995; GIL, 2002). Cooper e Schindler (2003, p. 136) afirmam que a pesquisa descritiva pode apresentar uma das três finalidades: 1) descrição de fenômenos ou características associadas a população-alvo; 2) estimativa das proporções de uma população que tenha essas características; e, 3) descoberta de associações entre as diferentes variáveis. Seguindo esta definição proposta pelos citados autores, classifica-se a presente pesquisa em descritiva, em virtude de ter o objetivo principal de descrever características atinentes ao fenômeno estudado e buscar estabelecer relações entre as variáveis.

Este estudo classifica-se também como quali-quantitativo, ao ser considerada a natureza das variáveis envolvidas. Complementarmente, Morse

(1991) observa duas maneiras de empregar a abordagem quantitativa e qualitativa na mesma pesquisa: de forma simultânea ou sequenciada. No primeiro caso, o autor destaca que os dois métodos de pesquisa são utilizados ao mesmo tempo. Em contrapartida, na forma sequenciada, os resultados de um método são utilizados como base para o pesquisador planejar o emprego do método seguinte. O presente estudo caracteriza-se, desta forma, nesta segunda classificação.

No que diz respeito à dimensão temporal investigada, o presente estudo caracteriza-se como transversal (COOPER; SCHINDLER, 2003). Esta classificação se deve ao fato de ser o presente estudo delimitado a investigar aspectos relacionados a um único período, o exercício social de 2009. Ainda de acordo com os citados autores, em virtude do estudo ser desenvolvido sem a interferência do pesquisador nas variáveis envolvidas, o trabalho é classificado como *ex post facto*.

Diante das justificativas expostas, portanto, o presente estudo delinea-se metodologicamente como descritivo, quali-quantitativo, transversal e *ex post facto*.

3.2 TEORIA E HIPÓTESES – DESENHO DA PESQUISA

A Teoria da Divulgação, que busca analisar fenômenos ligados ao *disclosure* das entidades (YAMAMOTO; SALOTTI, 2005), apresenta-se como a base teórica que proporciona o melhor suporte para a investigação realizada. Com base nesta teoria, acredita-se que para garantir a transparência, é necessário que as empresas divulguem tanto informações positivas, como também negativas (GOULART, 2003). Segundo Rogers, Schrand e Verrecchia (2007), mesmo que a notícia não seja boa, esta deve ser apresentada.

Aliado a isso, pesquisas tem fornecido indícios que as informações divulgadas pelas organizações apresentam vieses, principalmente quando obtém resultados inferiores àqueles planejados (COLAUTO; MARQUES, 2010). Essa divulgação tendenciosa, muitas vezes, procura atribuir o desempenho alcançado à fatores ligados ao cenário econômico em que a entidade está inserida, procurando desviar a atenção dos usuários das informações relacionadas aos fundamentos da organização (SILVA; RODRIGUES; ABREU, 2007).

Diante deste cenário, surge a seguinte hipótese de pesquisa: H_1 – *O desempenho obtido pelas empresas de capital aberto, que negociam seus valores mobiliários na BM&FBovespa, influencia na justificativa que elas apresentam para esta performance apresentada.*

O *disclosure* desempenha o papel de agente facilitador para os usuários da informação contábil, em virtude de auxiliá-los no processo de tomada de decisão (BAUMS, 2002). Esta informação contábil é capaz de alterar o conhecimento dos *stakeholders* em relação à empresa, proporcionando um melhor embasamento para a alocação de seus recursos a partir das interpretações que eles realizam (YAMAMOTO; SALOTTI, 2006).

A informação contábil possui papel fundamental na definição da eficiência dos mercados de capitais (GONEDES, 1976). Segundo este autor, o mercado pode ser considerado eficiente à medida que reflete inteiramente todas as informações disponíveis, apresentando, assim, rápido ajuste nos preços dos ativos ao passo que novas informações são disponibilizadas.

Diante deste cenário, surge a segunda hipótese de pesquisa: H_2 – *As diferentes justificativas utilizadas pelas sociedades anônimas de capital aberto com ações negociadas na BM&FBovespa apresentam impacto no preço de seus valores mobiliários disponíveis para negociação.*

Com a definição das hipóteses de pesquisa a serem investigadas, desenvolve-se na Figura 1, o desenho da pesquisa.

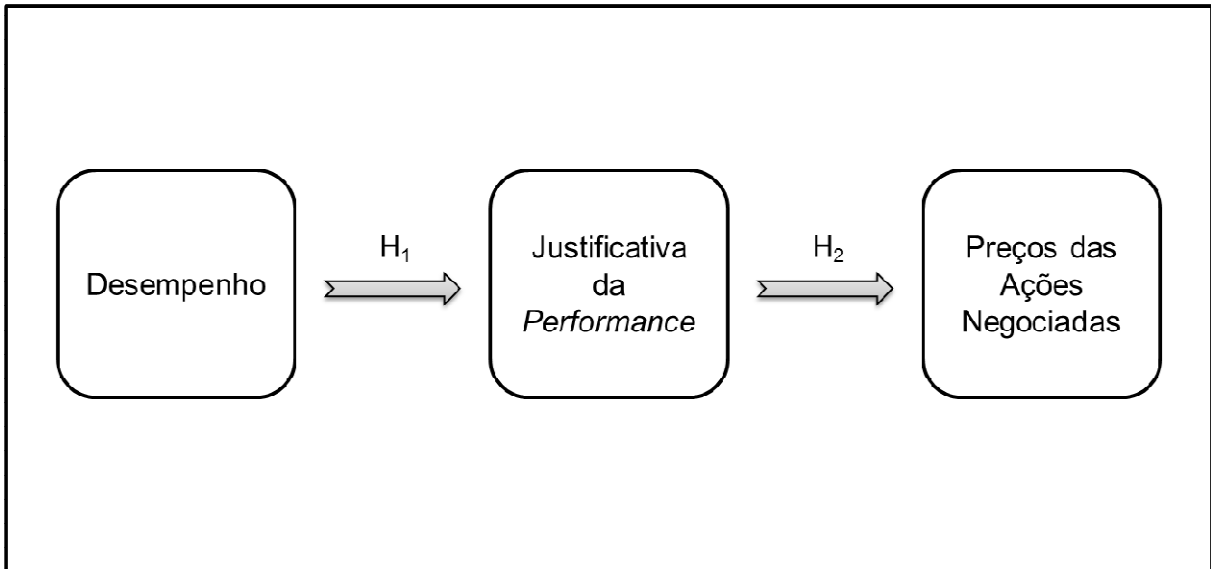


Figura 1 – Desenho da pesquisa

Fonte: Dados da pesquisa.

O desenho retratado na Figura 1 apresenta as hipóteses listadas no presente tópico, bem como os constructos utilizados para a operacionalização da pesquisa, que serão destacados no próximo ponto da dissertação ora desenvolvida.

3.2 CONSTRUCTOS E DEFINIÇÕES OPERACIONAIS

Com base no referencial teórico apresentado na seção 2 desta pesquisa, desenvolvem-se os constructos teóricos utilizados para o alcance dos objetivos propostos.

Desta forma, são esclarecidas a seguir as definições operacionais destes constructos:

- a) Desempenho – acredita-se que o desempenho alcançado pela empresa influencia na forma como os resultados são justificados aos usuários das informações contábeis (SILVA, RODRIGUES e ABREU, 2007; COLAUTO e MARQUES, 2010). No presente estudo, este desempenho foi medido por intermédio da variação do resultado líquido apresentado nos exercícios sociais de 2008 e 2009. A opção pela utilização desta métrica contábil centra-se nas evidências de que os preços dos títulos de valores mobiliários acompanham a direção dos lucros contábeis (BALL; BROWN, 1968). Hendriksen e Van Breda (1999) acreditam que este

fenômeno pode ocorrer porque as ações estariam reagindo aos mesmos eventos que impactaram os lucros apresentados.

- b) Justificativa da *Performance* – em seus RA's, de modo geral, as empresas tecem comentários acerca do desempenho evidenciado em seus demonstrativos contábeis. Estes comentários podem apresentar diferentes aspectos que influenciaram na *performance* observada. No presente estudo, por intermédio da Análise Léxical, metodologia descrita adiante, buscou-se elencar os principais aspectos relacionados pelas empresas objeto de estudo.
- c) Preço das Ações Negociadas – de acordo com Gonedes (1976), o mercado é considerado eficiente quando as informações disponíveis são capazes de impactar rapidamente o preço de seus ativos. Diante disso, optou-se por utilizar, na presente pesquisa, a variação do preço dos valores mobiliários das empresas, considerando diferentes janelas temporais: 1) -1 e + 1 dia da data de publicação; 2) -5 e +5 dias; 3) -10 e +10 dias; e, 4) -20 e +20 dias.

3.4 POPULAÇÃO, AMOSTRAGEM E COLETA DE DADOS

A amostra estudada foi composta de 173 empresas. O processo de amostragem iniciou-se da seguinte forma: primeiramente, foram identificadas as entidades com registro ativo na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e que negociam publicamente suas ações na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa), totalizando, no momento da realização deste levantamento, 302 companhias. Destas, seis empresas não haviam disponibilizado suas Demonstrações Contábeis no sítio eletrônico da CVM, sendo elas, portanto, excluídas do processo de amostragem.

Com o intuito da realização de estudos posteriores com escopo longitudinal e comparação com a pesquisa ora apresentada, a coleta de dados limitou-se às empresas que tinham seus RA's disponíveis referente aos exercícios sociais compreendidos entre os anos de 2004 a 2009. Com isso, a amostra foi reduzida

para 215 companhias. Ao final, no momento da tabulação dos dados, foi verificado que 42 organizações não apresentavam justificativa sobre o resultado obtido no período em seu RA's. Estas empresas, por não apresentarem os dados objetos de análise do presente estudo, foram excluídas da amostra. Obteve-se, assim, o número de elementos final da investigação, que totalizou 173 empresas, como demonstrado na Figura 2.

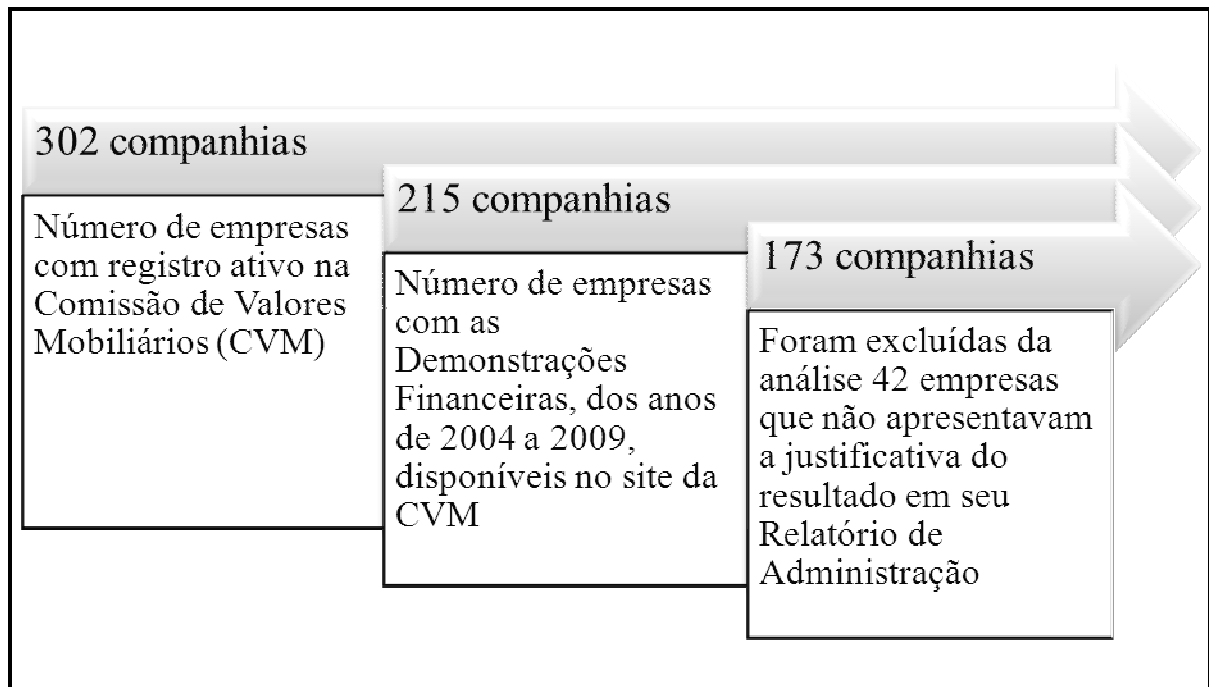


Figura 2 – Definição da amostra

Fonte: Dados da pesquisa.

Os RA's das empresas integrantes da amostra foram coletados no sítio eletrônico da CVM (www.cvm.gov.br). Em seguida, foi realizada leitura do conteúdo dos relatórios selecionados, destacando o trecho em que a administração da entidade justifica os resultados obtidos no exercício. O fragmento destacado, posteriormente, foi tabulado no *software* Sphinx Léxica 5.1.0.4[®]. Além do texto selecionado, foram tabulados o lucro ou prejuízo auferido pelas empresas nos exercícios sociais de 2008 e 2009. A partir destes dados, calculou-se a variação do resultado apresentada por companhia, para que o sistema segregasse as empresas que obtiveram variações positivas e negativas. Os dados foram coletados no mês de novembro de 2010. Desta forma, eventuais reapresentações de relatórios realizados após esse período não estão contemplados pela investigação desenvolvida.

3.5 ETAPAS DA PESQUISA E PROCEDIMENTOS DE ANÁLISE

Com a definição do problema estudado e a especificação das hipóteses em análise, no Quadro 1 apresentam-se as etapas da pesquisa que foram desenvolvidas para que o objetivo proposto fosse alcançado. O estudo foi dividido em 4 fases, sendo elas: (i) conhecimento inicial dos textos; (ii) classificação das empresas de acordo com o protocolo de ideias-chave; (iii) investigação sobre a influência do desempenho na justificativa apresentada pela empresa; e, (iv) análise da influência do conteúdo dos RA's no valor da ação da companhia.

Etapa	Delineamento Predominante	Procedimentos de Teste e Coleta
1º Fase – Conhecimento Inicial dos Textos	Qualitativo	<i>Procedimentos de Análise:</i> Análise Lexical; <i>Mecanismos de Coleta:</i> Pesquisa Documental; <i>Técnicas Estatísticas:</i> Não Aplicável
2º Fase – Classificação das Empresas	Qualitativo	<i>Procedimentos de Análise:</i> Análise de Conteúdo; <i>Mecanismos de Coleta:</i> Pesquisa Documental; <i>Técnicas Estatísticas:</i> Não Aplicável
3º Fase – Investigação sobre a influência do desempenho na justificativa apresentada (Hipótese H ₁)	Quantitativo	<i>Procedimentos de Análise:</i> Análise Estatística Não Paramétrica; <i>Mecanismos de Coleta:</i> Pesquisa Documental e Bases de Dados Eletrônicas; <i>Técnicas Estatísticas:</i> Qui-quadrado (χ^2)
4º Fase – Análise do impacto da justificativa apresentada nos RA's no preço das ações da companhia (Hipótese H ₂)	Quantitativo	<i>Procedimentos de Análise:</i> Análise Estatística Não Paramétrica; <i>Mecanismos de Coleta:</i> Pesquisa Documental e Bases de Dados Eletrônicas; <i>Técnicas Estatísticas:</i> Kruskal-Wallis

Quadro 1 – Etapas da pesquisa desenvolvidas

Fonte: Dados da pesquisa.

Cada etapa da pesquisa, listada no Quadro 1, será objeto de detalhamento nos próximos tópicos do trabalho.

3.5.1 1ª Fase – Conhecimento Inicial dos Textos

O objetivo desta etapa é analisar o léxico do texto, existente nos RA's, que a administração da empresa justifica o resultado obtido no período e identificar ideias-chaves utilizadas na classificação das empresas. Para isso, utilizou-se a

análise léxica, que consiste na análise do conjunto das palavras (léxico) existentes nos fragmentos analisados (FREITAS; MOSCAROLA, 2000). Segundo Freitas, Cunha Jr. e Moscarola (1996, p. 8), esta técnica de análise permite “organizar a primeira apreensão ou impressão do conteúdo do corpo do texto”.

A investigação por intermédio da análise léxica foi realizada seguindo as etapas apresentadas na Figura 2

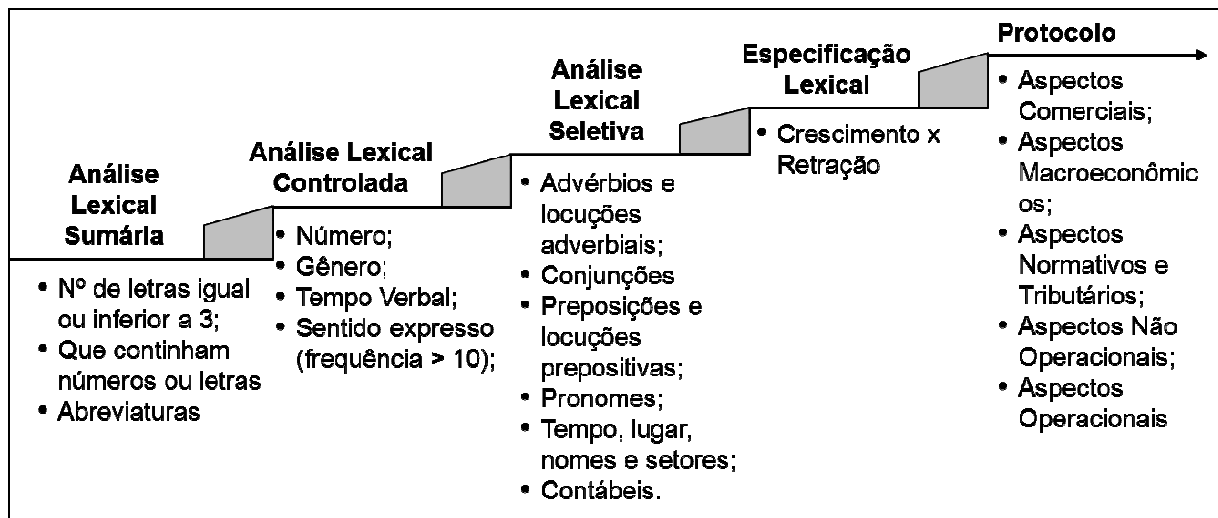


Figura 3 – Etapas da Análise Léxica

Fonte: Dados da pesquisa.

- a) Aproximação Léxica Sumária – esta etapa, de acordo com Freitas, Cunha Jr. E Moscarola (1996), visa analisar de forma global o conjunto de palavras que formam os textos em análise, atentando-se para número total de palavras, palavras repetidas e suas frequências.
- b) Aproximação Léxica Controlada – realizando a chamada navegação léxica (FREITAS; JANISSEK-MUNIZ; MOSCAROLA, 2005), que consiste em ir diretamente ao texto em que a palavra está inserida, o pesquisador verifica o contexto em que o termo foi aplicado. Esta etapa permite decidir sobre a possibilidade de reunião de diferentes palavras em uma única, que foram utilizadas para exprimir ideias iguais.
- c) Aproximação Léxica Seletiva – esta etapa busca restringir o enfoque de análise em um número limitado de palavras, excluindo-se assim palavras que não contribuem para a análise (FREITAS; CUNHA Jr.; MOSCAROLA, 1996). Com isso são eliminadas palavras instrumentais,

como artigos e preposições, e a atenção maior é dispensada aos substantivos, verbos e adjetivos.

d) Especificidades Lexicais – o levantamento das estatísticas da palavra a partir de variáveis externas não-textuais é o objetivo desta etapa da análise lexical. No estudo ora apresentado, essa análise foi realizada com a variável que classifica a variação no resultado da empresa. Com isso, busca-se verificar a influência da performance da empresa, expressa pelo crescimento ou retração do resultado de 2008 para 2009, na forma como as entidades justificam essa variação.

e) Protocolo de Ideias-chaves – preparando os dados encontrados para a fase posterior da pesquisa, nesta etapa serão listadas as ideias-chaves que poderão ser utilizadas para identificar o conteúdo que constituem os textos analisados. Este protocolo será utilizado, na etapa subsequente da pesquisa, para classificar os fragmentos investigados de acordo com a ideia constante no discurso apresentado.

3.5.2 2ª Fase – Classificação das Empresas

A partir do protocolo de ideias-chave, as empresas foram classificadas de acordo com o conteúdo da justificativa apresentada em seus RA's para o desempenho obtido no período. Para tal categorização, portanto, foi necessária a leitura detalhada de todos os textos utilizados no estudo em questão. Foi utilizada, para este fim, a Análise de Conteúdo.

A Análise de Conteúdo surgiu no início do Século XX, nos Estados Unidos, com o intuito de analisar os textos jornalísticos (CAREGNATO; MUTTI, 2006). A partir da década de 60, entretanto, esta técnica de pesquisa estendeu-se por diversas áreas do conhecimento (LIMA, 1993). Ainda de acordo com Lima (1993), a Análise de Conteúdo considera a presença ou ausência de determinadas características em fragmentos textuais, para formar uma opinião sobre os mesmos.

No presente estudo, com base na definição teórica apresentada, buscou-se identificar os aspectos predominantes nos textos analisados. Com isso,

classificaram-se as empresas, de acordo com os fatores que foram identificados no RA's das empresas como determinantes para o desempenho apresentado. Com o intuito de realizar melhor categorização, foi necessário conhecimento prévio do setor de atuação de cada companhia. Esta demanda justifica-se pelo fato de, por exemplo, atividades relacionadas como não operacionais para certas entidades, podem fazer parte do objetivo social de outras que integram determinado segmento de atuação. Detalhes maiores desta classificação serão apresentados após a elaboração do protocolo de ideias-chave.

3.5.3 3ª Fase – Investigação Sobre a Influência do Desempenho da Entidade na Justificativa Apresentada

Com o objetivo de testar a primeira hipótese proposta na presente pesquisa, foi realizado o teste para verificar se as escolhas dos aspectos apresentados na justificativa dos resultados das companhias são influenciados pelo desempenho alcançado por elas. Utilizou-se como base, portanto, a classificação prévia realizada na 2ª fase da pesquisa.

Nesta etapa do trabalho, foi investigada a associação de duas variáveis em estudo, ambas de características nominais. Desta forma, optou-se por utilizar o Teste Não Paramétrico do Qui-quadrado (χ^2) para verificar a existência de associação estatisticamente significativa entre estas duas variáveis. Segundo Dancey e Reidy (2006), o χ^2 foi desenvolvido por Karl Pearson, em 1900, e permite verificar se as frequências obtidas para cada categoria das variáveis nominais em estudo são significativamente diferentes das frequências que poderiam ser encontradas por meio do acaso. Ao analisar a associação de duas variáveis, caso seja verificado que esta diferença é significativa, pode-se entender que existe correlação entre as variáveis estudadas (DANCEY; REIDY, 2006).

O teste χ^2 calcula as frequências esperadas admitindo-se que a hipótese nula seja verdadeira, ou seja, que não existe associação entre duas variáveis. Esta frequência é comparada com a obtida por meio da pesquisa, e verifica-se a probabilidade de sua ocorrência. Considerou-se no presente estudo significância estatística menor que 0,05, ou seja, a hipótese nula não será rejeitada se houver a

probabilidade superior a 5 em 100 de ser encontrada a frequência esperada calculada pelo algoritmo estatístico.

3.5.4 4ª Fase – Análise do impacto da justificativa apresentada nos RA's no preço das ações da companhia

Como última etapa da pesquisa, a fim de testar a segunda hipótese proposta, foi analisada a existência de influência das justificativas apresentadas pelas empresa no preço de suas ações negociadas em Bolsa de Valores. Para esta análise, foram considerados os agrupamentos realizados por intermédio da variável categórica *aspectos presentes na justificativa do desempenho*.

Optou-se por realizar a presente investigação em quatro espaços temporais diferentes: 1) -1 e +1 dia da publicação do RA; 2) -5 e +5 dias; 3) -10 e +10 dias; e, 4) -20 e +20 dias. O preço das ações foram coletados no site da BM&FBovespa e tabulados como auxílio dos *softwares* ACL 9.1.0[®] e Microsoft Excel 2010[®]. Para a análise estatística, foi utilizado o aplicativo SPSS 17.0[®].

Para a análise da hipótese proposta, optou-se por utilizar o teste estatístico não paramétrico denominado *Kruskal-Wallis*. Esta técnica é empregada quando se têm uma variável nominal como independente e uma variável numérica como dependente. De acordo com Dancey e Reidy (2006), este teste busca verificar se existe diferença significativa entre as médias da variável dependente para todas ou algumas das categorias listadas na variável nominal. Contudo, por se tratar de um teste não paramétrico, ele realiza o cálculo considerando os postos ordenados de cada caso, e não os seus próprios escores, como acontece em sua alternativa paramétrica, denominada ANOVA.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Diante dos procedimentos metodológicos delineados na seção anterior, nesta parte do trabalho são apresentados os resultados encontrados com a investigação realizada. Para tanto, em primeiro lugar, os textos que exprimem a explicação do resultado obtido pela empresa são submetidos à análise lexical. Na sequência, é realizada classificação das empresas de acordo com o protocolo de ideias-chave elaborado na primeira fase. Em seguida, é verificado se esta classificação sofre influência do desempenho obtido pelas companhias. Por fim, investiga-se o relacionamento entre os aspectos que constituem os textos analisados e a variação no preço das ações das empresas objetos do presente estudo.

4.1 CONHECIMENTO INICIAL DOS TEXTOS ANALISADOS

A Tabela 01 apresenta o sumário do resultado encontrado com a primeira etapa da análise lexical, a Aproximação Lexical Sumária. Para este procedimento, o *software* foi configurado para desconsiderar três tipos de palavras: 1) palavras formadas por um número igual ou inferior a três letras; 2) palavras que continham números e/ou símbolos; e, 3) palavras que representam abreviaturas.

Tabela 1 – Resumo do Resultado da Realização da Aproximação Lexical Sumária

Quantidade de observações	173
Frequência respondida	173
Quantidade total de palavras	12.693
Quantidade de palavras ignoradas	13.027
Comprimento médio	59,04
Quantidade de palavras diferentes	2.742
Quantidade de palavras únicas	1.429
Repetição média	9,38
Palavra mais frequente	Milhões
Frequência desta palavra	480

Fonte: Dados da pesquisa.

De acordo com o resultado da Aproximação Lexical Sumária, os fragmentos dos RA's que continham a explicação para os resultados alcançados pela empresa eram compostos, em média, por aproximadamente 59 palavras. Destaca-se que

este número não contempla os tipos de palavras que foram descartadas, segundo critérios descritos anteriormente. Isso demonstra que as empresas, em geral, justificam seu desempenho econômico do período de maneira sucinta.

Os textos analisados, das 173 empresas integrantes da amostra, foram formados por um total de 25.720 palavras. Destas, 13.027 foram desconsideradas por estarem enquadradas nos critérios estabelecidos para exclusão, sendo objeto de análise inicial, portanto, 12.693 palavras. Dos termos analisados, foram utilizadas 2.742 palavras diferentes, sendo que 1.429 foram utilizadas uma única vez. Com isso, obteve-se uma repetição média 9,38.

A palavra *milhões* foi àquela que obteve um maior número de repetição em todos os fragmentos investigados. No total, este termo foi utilizado 480 vezes pelas empresas. A Tabela 02 lista as palavras que foram empregadas por mais de vinte vezes, destacando a frequência de cada palavra e a sua representatividade percentual em relação ao número total de termos linguístico que foram utilizados.

Tabela 2 – Lista das Palavras que foram empregadas mais de 20 vezes

#	Palavra	Frq.	%	#	Palavra	Frq.	%	#	Palavra	Frq.	%
1	milhões	480	1,87%	2	para	170	0,66%	3	receita	159	0,62%
4	lucro	158	0,61%	5	líquido	153	0,59%	6	resultado	150	0,58%
7	relação	122	0,47%	8	aumento	120	0,47%	9	pela	111	0,43%
10	Companhia	108	0,42%	11	redução	108	0,42%	12	crescimento	101	0,39%
13	anterior	92	0,36%	14	exercício	91	0,35%	15	líquida	90	0,35%
16	EBITDA	85	0,33%	17	pelo	85	0,33%	18	mercado	80	0,31%
19	principalmente	79	0,31%	20	despesas	77	0,30%	21	operacional	73	0,28%
22	margem	68	0,26%	23	receitas	64	0,25%	24	vendas	58	0,23%
25	sobre	57	0,22%	26	valor	57	0,22%	27	bruta	56	0,22%
28	volume	54	0,21%	29	período	52	0,20%	30	queda	51	0,20%
31	foram	48	0,19%	32	bilhões	45	0,17%	33	atingiu	44	0,17%
34	como	44	0,17%	35	ações	42	0,16%	36	desempenho	42	0,16%
37	resultados	42	0,16%	38	energia	38	0,15%	39	contra	37	0,14%
40	devido	37	0,14%	41	maior	37	0,14%	42	custos	36	0,14%
43	financeiro	36	0,14%	44	preços	36	0,14%	45	financeiras	34	0,13%
46	mesmo	34	0,13%	47	Crédito	32	0,12%	48	Empresa	32	0,12%
49	operações	32	0,12%	50	produtos	32	0,12%	51	montante	31	0,12%
52	custo	30	0,12%	53	também	30	0,12%	54	apresentou	29	0,11%
55	consolidado	29	0,11%	56	efeito	29	0,11%	57	trimestre	29	0,11%
58	crise	28	0,11%	59	esse	28	0,11%	60	Financeira	28	0,11%
61	negativo	28	0,11%	62	superior	28	0,11%	63	antes	27	0,10%
64	efeitos	27	0,10%	65	mais	27	0,10%	66	médio	27	0,10%
67	operacionais	27	0,10%	68	serviços	27	0,10%	69	representando	26	0,10%
70	variação	26	0,10%	71	participação	25	0,10%	72	prejuízo	25	0,10%
73	totalizou	25	0,10%	74	alcançou	24	0,09%	75	Este	24	0,09%
76	função	24	0,09%	77	positivo	24	0,09%	78	total	24	0,09%

#	Palavra	Frq.	%	#	Palavra	Frq.	%	#	Palavra	Frq.	%
79	entre	23	0,09%	80	incremento	23	0,09%	81	setor	23	0,09%
82	ação	22	0,09%	83	Esta	22	0,09%	84	exportações	22	0,09%
85	produção	22	0,09%	86	registrou	22	0,09%	87	consolidada	21	0,08%
88	decorrente	21	0,08%	89	fatores	21	0,08%	90	parte	21	0,08%
91	recuperação	21	0,08%	92	semestre	21	0,08%	93	sendo	21	0,08%

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se na Tabela 2 que 93 palavras foram utilizadas mais de vinte vezes nos fragmentos textuais estudados. A soma das frequências destas palavras, que totalizou 5.051, representa 19,64% do total de termos que foram empregados. Além da palavra *milhões*, destacada anteriormente como sendo àquela que apresentou um maior número de repetições, os termos mais utilizados foram: *para* (170), *receita* (159), *lucro* (158), *líquido* (153) e *resultado* (150).

No rol de palavras que obtiveram grande número de repetições, observa-se que muitas se referem a conceitos contábeis. Isso demonstra que as empresas utilizam muito estes termos para justificar o resultado obtido, dando menor ênfase para aspectos operacionais ou macroeconômicos, por exemplo, que tiveram influência relevante na *performance* da entidade. Em etapas subsequentes da investigação, estas palavras que representam conceitos contábeis serão suprimidas da análise, sendo depositada maior atenção, portanto, nas palavras que representem fundamentos da empresa ou que a influenciam.

Adicionalmente, realizou-se a análise lexical considerando expressões. Essa análise tem por objeto verificar a incidência de palavras em conjunto, e não mais de forma isolada. Na Tabela 3 apresenta-se o resumo desta investigação.

Tabela 3 - Resumo do Resultado da Realização da Aproximação Lexical Sumária, considerando o uso de expressões

Quantidade de observações	173
Frequência respondida	173
Quantidade de expressões que se repetem	4.095
Quantidade de expressões diferentes	1.166
Repetição média	3,51
Expressão mais frequente	Lucro líquido
Frequência desta expressão	101

Fonte: Dados da pesquisa.

Considerando apenas as expressões que foram utilizadas mais de uma vez nos fragmentos textuais analisados, as empresas investigadas empregaram um total

de 1.166 expressões diferentes. Observando as repetições existentes, constatou-se que seu número totalizou 4.095 expressões, representando uma repetição média de 3,51. A expressão que mais foi utilizada pelas entidades foi *lucro líquido*, com uma frequência total de 101 vezes. Em contrapartida, a expressão que representa seu antônimo, *prejuízo líquido*, foi utilizada somente seis vezes. Isso é um indício que as empresas, em sua maioria, não praticam a recomendação acadêmica sobre a divulgação de informações negativas. Rogers, Schrand e Verrecchia (2007), por exemplo, destacam a importância da divulgação de aspectos negativos, pois proporciona ao mercado a análise dos fundamentos técnicos relacionados à situação.

Na Tabela 4, em complemento à análise inicial da utilização de expressões, mostra-se àquelas que foram empregadas dez ou mais vezes pelas empresas integrantes da amostra.

Tabela 4 – Expressões que foram utilizadas mais de dez vezes

#	Expressão	Frq.	%	#	Expressão	Frq.	%
1	lucro líquido	101	2,47%	2	receita líquida	55	1,34%
3	receita operacional	33	0,81%	4	atingiu milhões	28	0,68%
5	líquido milhões	28	0,68%	6	receita bruta	27	0,66%
7	lucro líquido milhões	24	0,59%	8	totalizou milhões	24	0,59%
9	resultado financeiro	23	0,56%	10	relação anterior	21	0,51%
11	mesmo período	19	0,46%	12	valor milhões	19	0,46%
13	crescimento relação	18	0,44%	14	exercício anterior	18	0,44%
15	margem ebitda	18	0,44%	16	operacional líquida	18	0,44%
17	despesas financeiras	17	0,42%	18	para milhões	17	0,42%
19	receita operacional líquida	17	0,42%	20	alcançou milhões	16	0,39%
21	equivalência patrimonial	16	0,39%	22	imposto renda	16	0,39%
23	margem bruta	16	0,39%	24	milhões para	15	0,37%
25	redução relação	15	0,37%	26	energia elétrica	14	0,34%
27	milhões para milhões	14	0,34%	28	patrimônio líquido	14	0,34%
29	aumento relação	13	0,32%	30	mercado interno	13	0,32%
31	montante milhões	13	0,32%	32	resultado líquido	13	0,32%
33	contribuição social	12	0,29%	34	lucro bruto	12	0,29%
35	contra milhões	11	0,27%	36	despesas operacionais	11	0,27%
37	receita operacional bruta	11	0,27%	38	resultado positivo	11	0,27%
39	aumento volume	10	0,24%	40	crise financeira	10	0,24%
41	lote ações	10	0,24%	42	margem líquida	10	0,24%
43	pela companhia	10	0,24%	44	pelo aumento	10	0,24%
45	ponto percentual	10	0,24%	46	relação milhões	10	0,24%
47	sobre patrimônio líquido	10	0,24%	48	volume vendas	10	0,24%

Fonte: Dados da pesquisa.

Assim como observado na análise realizada considerando as palavras individualmente, na investigação das expressões mais utilizadas, as que exprimem conceitos contábeis se destacaram.

Na etapa dois da análise lexical, denominada Aproximação Lexical Controlada, devido ao grande número de palavras encontradas na primeira etapa, optou-se por realizar, inicialmente, apenas a investigação das palavras considerando número, gênero e tempo verbal, cujo resumo está evidenciado na Tabela 05. Desta forma, a junção e segregação de palavras de acordo com o seu contexto conceitual foi realizada em momento posterior da pesquisa, retornando assim a presente etapa.

Tabela 5 – Resumo do resultado da Aproximação Lexical Controlada

Quantidade de observações	173
Frequência respondida	173
Quantidade total de palavras	12693
Quantidade de palavras ignoradas	13027
Comprimento médio	59,04
Quantidade de palavras diferentes	2742
Quantidade de entradas do léxico	1955
Quantidade de palavras únicas	866
Repetição média	13,16
Palavra mais frequente	#milhões
Frequência desta palavra	486

Fonte: Dados da pesquisa.

Com a união das palavras que estavam dispostas no texto apenas com o número ou gênero diferentes, ou ainda variando somente o tempo verbal, verificou-se que o número de palavras utilizadas pelas empresas analisadas caiu de 2.742 para 1.955. Esse número, na Tabela 5, está representando pela linha Quantidade de entradas do léxico. Desta forma, 787 palavras foram agregadas a outras, respeitando os critérios estabelecidos.

O procedimento realizado altera também a quantidade de palavras utilizadas somente uma vez, que foi reduzida de 1.429 para 866 palavras. Além disso, observa-se que a repetição média também foi modificada, passando de 9,38 para 13,16 vezes. Todavia, mesmo com as mudanças observadas, a palavra mais empregada pelas empresas continuou a mesma. O termo *milhões* apresenta agora uma frequência de 486 repetições. O aumento verificado no número de repetições

deste termo foi ocasionado pela agregação da mesma palavra empregada no singular.

Na Tabela 6, por sua vez, mostra os termos que foram utilizados com maior frequência, após a realização da Aproximação Lexical Controlada. Limitou-se a demonstrar aqui as palavras que foram utilizadas mais de vinte vezes. As palavras que sofreram alteração com o procedimento efetuado estão identificadas na tabela abaixo pela inclusão do caractere #. Esta padronização é oriunda do *software* utilizado e optou-se por mantê-la para segregar os termos que foram modificados.

Tabela 6 – Relação de termos mais utilizados após a realização da Aproximação Lexical Controlada

#	Palavra	Frq.	%	#	Palavra	Frq.	%	#	Palavra	Frq.	%
1	#milhões	486	1,89%	2	#líquida	267	1,04%	3	#pela	225	0,87%
4	#receita	223	0,87%	5	#resultado	192	0,75%	6	para	170	0,66%
7	#lucro	162	0,63%	8	#aumento	124	0,48%	9	#relação	123	0,48%
10	#Financeira	111	0,43%	11	#redução	109	0,42%	12	Companhia	108	0,42%
13	#crescimento	103	0,40%	14	#operacional	100	0,39%	15	#anterior	96	0,37%
16	#despesa	96	0,37%	17	#exercício	95	0,37%	18	#EBITDA	89	0,35%
19	#mercado	85	0,33%	20	#margem	82	0,32%	21	#bruta	81	0,31%
22	principalmente	79	0,31%	23	#valor	77	0,30%	24	#venda	75	0,29%
25	#representar	69	0,27%	26	#custo	66	0,26%	27	#volume	62	0,24%
28	#atingimos	60	0,23%	29	#apresentam	58	0,23%	30	#bilhão	58	0,23%
31	sobre	57	0,22%	32	#efeito	56	0,22%	33	#período	56	0,22%
34	#maior	55	0,21%	35	#consolidada	54	0,21%	36	#Essa	54	0,21%
37	#Esta	53	0,21%	38	#queda	52	0,20%	39	#foram	50	0,19%
40	#preço	50	0,19%	41	#Empresa	49	0,19%	42	#positiva	49	0,19%
43	#negativo	46	0,18%	44	como	44	0,17%	45	#operação	44	0,17%
46	#desempenho	43	0,17%	47	ações	42	0,16%	48	#média	42	0,16%
49	#mesma	42	0,16%	50	#temos	42	0,16%	51	#nossa	41	0,16%
52	#registra	41	0,16%	53	#Crédito	38	0,15%	54	#devida	38	0,15%
55	energia	38	0,15%	56	contra	37	0,14%	57	#econômica	37	0,14%
58	#alcançou	36	0,14%	59	#participação	36	0,14%	60	#variação	36	0,14%
61	#imposto	35	0,14%	62	#serviço	35	0,14%	63	#totalizou	35	0,14%
64	#obtida	34	0,13%	65	#prejuízo	34	0,13%	66	#ganho	33	0,13%
67	#produto	33	0,13%	68	#nova	32	0,12%	69	#superior	32	0,12%
70	montante	31	0,12%	71	#registrada	31	0,12%	72	#total	31	0,12%
73	#trimestre	31	0,12%	74	#comparada	30	0,12%	75	#Outro	30	0,12%
76	também	30	0,12%	77	#fiscal	29	0,11%	78	#principal	29	0,11%
79	#recorrente	29	0,11%	80	crise	28	0,11%	81	#refletir	28	0,11%
82	antes	27	0,10%	83	#decorrente	27	0,10%	84	mais	27	0,10%
85	#menor	27	0,10%	86	#exportacao	26	0,10%	87	#fator	26	0,10%
88	#reflexo	25	0,10%	89	#setor	25	0,10%	90	#capital	24	0,09%
91	#controlada	24	0,09%	92	função	24	0,09%	93	#impacto	24	0,09%
94	#Banco	23	0,09%	95	entre	23	0,09%	96	incremento	23	0,09%
97	#Investimento	23	0,09%	98	#Tarifária	23	0,09%	99	ação	22	0,09%
100	#internacional	22	0,09%	101	#negócio	22	0,09%	102	#parte	22	0,09%
103	#passar	22	0,09%	104	produção	22	0,09%	105	#recuperação	22	0,09%
106	#renda	22	0,09%	107	#semestre	22	0,09%	108	#aumentam	21	0,08%

#	Palavra	Frq.	%	#	Palavra	Frq.	%	#	Palavra	Frq.	%
109	#contábeis	21	0,08%	110	#demanda	21	0,08%	111	#depreciação	21	0,08%
112	#deve	21	0,08%	113	#inferior	21	0,08%	114	#longo	21	0,08%
115	#referente	21	0,08%	116	sendo	21	0,08%				

Fonte: Dados da pesquisa.

Na etapa anterior, 93 palavras haviam sido repetidas mais de 20 vezes. Com a agregação de termos realizada nesta etapa, este número passou para 116 palavras. Estes termos, cuja soma de suas frequências totalizam 6.557, representam 25,49% do número total de palavras que foram utilizadas para a construção dos textos analisados.

A terceira etapa da análise lexical realizada na presente pesquisa, denominada Aproximação Lexical Seletiva, consiste em eliminar as palavras que não contribuem substancialmente para verificar o sentido dos textos investigados. Em um primeiro momento, foram descartados os advérbios e locuções adverbiais, conjunções, preposições, locuções prepositivas e pronomes (listados no Apêndice A). Na Tabela 7 demonstra-se o resumo dos resultados depois de efetuado o procedimento descrito.

Tabela 7 – Resumo do resultado após a aplicação da Aproximação Lexical Seletiva

Quantidade de observações	173
Frequência respondida	173
Quantidade total de palavras	11.072
Quantidade de palavras ignoradas	14.648
Comprimento médio	51,50
Quantidade de palavras diferentes	2.596
Quantidade de entradas do léxico	1.853
Quantidade de palavras únicas	859
Repetição média	13,88
Palavra mais frequente	#milhões
Frequência desta palavra	486

Fonte: Dados da pesquisa.

Com a retirada dos advérbios, conjunções, preposições e pronomes, o número total de palavras ignoradas passou de 13.027 para 14.648 termos. Isso levou a um comprimento médio dos textos de 51,50 palavras e uma repetição média de 13,88 vezes. Com isso, obteve-se 1.853 palavras para análise, na qual, entre elas, 859 não foram repetidas.

Adicionalmente, foram suprimidas da análise palavras que representassem os seguintes aspectos: 1) numerais; 2) substantivos relacionados a tempo; 3) nomes de empresas; 4) substantivos e adjetivos relacionados a lugar; e, 5) substantivos relacionados a identificação de setores econômicos. O sumário com o resultado obtido após esta nova extração encontra-se na Tabela 8.

Tabela 8 – Sumário do resultado da realização da 2ª etapa da Aproximação Lexical Seletiva

Quantidade de observações	173
Frequência respondida	173
Quantidade total de palavras	9.160
Quantidade de palavras ignoradas	16.560
Comprimento médio	42,60
Quantidade de palavras diferentes	2.137
Quantidade de entradas do léxico	1.444
Quantidade de palavras únicas	616
Repetição média	17,81
Palavra mais frequente	#liquida
Frequência desta palavra	267

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se na Tabela 08 que após a palavra milhões ter sido suprimida da análise, por representar numerais, o termo linguístico *liquida* tornou-se àquele que detém o maior número de repetições. A repetição média passou a ser de 17,81 vezes, ao passo que o comprimento médio dos fragmentos, utilizando as palavras que não foram ignoradas, é de 42,60 termos. Esta etapa da análise lexical se mostra importante, pois restringe a análise aos termos que são mais relevantes para o contexto investigado (FREITAS; CUNHA Jr.; MOSCAROLA, 1996).

Finalizando a Aproximação Lexical Seletiva, foram suprimidas da análise termos relacionados aos grupos contábeis refletidos nas demonstrações financeiras da empresa. Esta restrição foi promovida objetivando limitar a análise para os fatores operacionais e/ou econômico-financeiros que levaram a organização a obter o resultado no período investigado. Parte-se da premissa, portanto, que a justificativa da *performance* empresarial não deve ser limitada à diminuição da receita bruta ou aumento do EBITDA, por exemplo. Diferentemente, acredita-se que os argumentos devem explicitar o motivo que levou a essas variações exemplificadas. O resultado desta etapa encontra-se ilustrado na Tabela 9.

Tabela 9 – Resumo do resultado da execução da 3ª etapa da Aproximação Lexical Seletiva

Quantidade de observações	173
Frequência respondida	173
Quantidade total de palavras	7.377
Quantidade de palavras ignoradas	18.343
Comprimento médio	34,31
Quantidade de palavras diferentes	2.043
Quantidade de entradas do léxico	1.401
Quantidade de palavras únicas	616
Repetição média	18,36
Palavra mais frequente	#aumento
Frequência desta palavra	124

Fonte: Dados da pesquisa.

A palavra mais frequente, após a realização do procedimento de exclusão descrito, é o termo *aumento*, com 124 repetições. O número de palavras diferentes disponíveis para análise, considerando o agrupamento feito em etapas anteriores, soma 1.401 termos. Contudo, neste grupo de expressões, 616 palavras não foram repetidas. Os termos que obtiveram frequência superior a 20 estão listados na Tabela 10.

Tabela 10 – Termos com frequência superior a 20 vezes após a realização da Aproximação Lexical Seletiva

#	Palavra	Frq.	%	#	Palavra	Frq.	%	#	Palavra	Frq.	%
1	#aumento	124	1,68%	2	#relação	123	1,67%	3	#redução	109	1,48%
4	#crescimento	103	1,40%	5	#anterior	96	1,30%	6	#mercado	85	1,15%
7	#margem	82	1,11%	8	#valor	77	1,04%	9	#venda	75	1,02%
10	#representar	69	0,94%	11	#volume	62	0,84%	12	#atingimos	60	0,81%
13	#apresentam	58	0,79%	14	#efeito	56	0,76%	15	#maior	55	0,75%
16	#consolidada	54	0,73%	17	#queda	52	0,70%	18	#foram	50	0,68%
19	#preço	50	0,68%	20	#positiva	49	0,66%	21	#negativo	46	0,62%
22	#operação	44	0,60%	23	#desempenho	43	0,58%	24	ações	42	0,57%
25	#temos	42	0,57%	26	#registra	41	0,56%	27	#devida	38	0,52%
28	#econômica	37	0,50%	29	#variação	36	0,49%	30	#alcançou	36	0,49%
31	#participação	36	0,49%	32	#totalizou	35	0,47%	33	#imposto	35	0,47%
34	#serviço	35	0,47%	35	#obtida	34	0,46%	36	#produto	33	0,45%
37	#ganho	33	0,45%	38	#superior	32	0,43%	39	#nova	32	0,43%
40	#registrada	31	0,42%	41	montante	31	0,42%	42	#comparada	30	0,41%
43	#recorrente	29	0,39%	44	#fiscal	29	0,39%	45	#principal	29	0,39%
46	#refletir	28	0,38%	47	crise	28	0,38%	48	#menor	27	0,37%
49	#decorrente	27	0,37%	50	#fator	26	0,35%	51	#exportacao	26	0,35%
52	#total	24	0,33%	53	#reflexo	25	0,34%	54	#controlada	24	0,33%
55	Função	24	0,33%	56	#impacto	24	0,33%	57	#Tarifária	23	0,31%
58	Incremento	23	0,31%	59	#renda	22	0,30%	60	ação	22	0,30%
61	#negócio	22	0,30%	62	#parte	22	0,30%	63	#passar	22	0,30%
64	Produção	22	0,30%	65	#recuperação	22	0,30%	66	sendo	21	0,28%
67	#aumentam	21	0,28%	68	#demanda	21	0,28%	69	#depreciação	21	0,28%

#	Palavra	Frq.	%	#	Palavra	Frq.	%	#	Palavra	Frq.	%
70	#deve	21	0,28%	71	#inferior	21	0,28%	72	#longo	21	0,28%
73	#referente	21	0,28%								

Fonte: Dados da pesquisa.

Como ilustrado na Tabela 10, as palavras mais frequentes dos trechos extraídos dos RA's, além do termo *aumento*, são: *relação*, *redução*, *crescimento* e *anterior*. As cinco palavras mais frequentes representam 7,58% dos 7.377 termos que não foram suprimidos da análise. Já a representatividade das palavras que foram repetidas mais de 20 vezes chegou a 42,42%.

Observa-se também que entre as cinco palavras mais frequentes, duas são antônimas: *aumento* e *redução*. Inicialmente, este fato pode demonstrar que as empresas evidenciam com a mesma intensidade os aspectos que tiveram variação positiva e àqueles em que a mudança foi negativa. Contudo, nota-se também que no rol das palavras mais utilizadas consta uma segunda com sentido semelhante ao termo *aumento*: *crescimento*. Para avaliar, portanto, se os termos empregados pelas empresas expressando o mesmo sentido podem ser agregados, o estudo em questão retornou a segunda etapa da análise lexical, denominada Aproximação Lexical Controlada.

Nesta etapa, foram verificados os contextos em que as palavras estão inseridas no fragmento textual, para verificar o sentido que elas expressam. A partir deste ponto, são analisadas somente as palavras que foram empregadas mais de dez vezes pelas empresas analisadas. Com isso, busca-se limitar a análise às palavras que se mostraram mais relevantes para a amostra investigada.

Na análise, foi verificado que a palavra *ação* foi utilizada por algumas empresas para expressar litígio judicial, por outras entidades no sentido de atitudes que passaram a ser desenvolvidas e, inclusive, como sinônimo de valores mobiliários. Estes três sentidos, portanto, foram segregados. Nos textos que a palavra estava expressando a primeira ideia relatada, o termo foi substituído por *processo_judicial* (foi utilizado o caractere especial para unir as duas palavras utilizadas em uma só para que esta mudança não ocasionasse intervenção na análise dos termos utilizados individualmente). O termo *atitude* foi utilizado para

ilustrar o segundo caso, mantendo-se assim a palavra *ação* somente quando no texto ela se referia a títulos mobiliários.

Verificou-se também que a palavra *valores*, em alguns fragmentos, estava representando a expressão *valores mobiliários*. Nos demais casos em que ela era utilizada, seu sentido remetia-se a quantitativo monetário, mantendo-se o termo, portanto, para expressar esta ideia. Para o outro caso, todavia, a palavra foi substituída pelo termo *ação*.

As empresas utilizaram dois termos distintos para expressar a ideia de segmentos econômicos: *mercado* e *negócio*. Destaca-se que, em etapas anteriores, as palavras que estavam relacionadas a descrição de setores de atividades haviam sido suprimidas da análise. Com isso, nos textos em que os dois termos expressavam este sentido, eles foram substituídos por *segmento*.

Estas foram as substituições realizadas nesta etapa. Adicionalmente, promoveu-se os agrupamentos de termos, com um número superior à operação de substituição descrita acima. A palavra que teve maior quantidade de termos agregados foi *crescimento*. Identificou-se que as palavras *aumento*, *incremento*, *cresceram*, *acréscimo*, *melhoria*, *elevação*, *expansão* e *evolução* estavam refletindo à mesma ideia, sendo assim agrupadas em uma única palavra.

Outro termo que recebeu grande número de adições foi a palavra *efeito*: *decorrente*, *reflexo*, *função* (todas as empresas que fizeram uso dessa palavra usaram a expressão *em função de*), *impacto*, *decorrência* e *razão* (observou-se o mesmo fenômeno ocorrido com a palavra *função*, sendo utilizada a expressão *em razão de*). Os termos descritos foram utilizados pelas empresas no sentido de exemplificar o impacto ocasionado por uma ação ou operação da organização, sendo, portanto, reduzidas a um único léxico.

Duas outras agregações realizadas, que proporcionaram aos termos posição de destaque ao considerar o número de ocorrências, foram relacionadas às palavras *redução* e *atingimos*. Ao primeiro termo foram agrupadas a frequência das palavras *queda* e *retração*. Como foram utilizadas com a intenção de mostrar o alcance de um objetivo ou valor específico, os termos *passou*, *alcançou*, *obteve* e *totalizou* foram agrupados à palavra *atingimos*.

Além das operações descritas acima, outras junções foram realizadas, tendo impacto menor no número de frequências observado: 1) *acelerado e aumentado*; 2) *alta e grande*; 3) *fator e item*; 4) *fiscal e tributária*; 5) *impactada, influenciada e contribuindo*; 6) *menor e inferior*; 7) *obtida e registrada*; 8) *registra e apresentam*; 9) *representar e refletir*, e, 10) *superior e maior*. A tabela 11 apresenta o resumo do resultado observado após a execução dos procedimentos descritos.

Tabela 11 – Sumário dos resultados encontrados com a Aproximação Lexical Controlada

Quantidade de observações	173
Frequência respondida	173
Quantidade total de palavras	7.277
Quantidade de palavras ignoradas	18.435
Comprimento médio	33,85
Quantidade de palavras diferentes	2.043
Quantidade de entradas do léxico	1.379
Quantidade de palavras únicas	620
Repetição média	18,65
Palavra mais frequente	#crescimento
Frequência desta palavra	323

Fonte: Dados da pesquisa.

Após a execução da etapa ora apresentada, a quantidade de palavras diferentes utilizadas pela empresa caiu para 1.379, sendo que 620 não foram repetidas. Observa-se que, com as agregações realizadas, a palavra *crescimento* passou a ser àquela que possui maior frequência. A Tabela 12 mostra os termos que foram empregados mais de 10 vezes pelas empresas participantes da investigação.

Tabela 12 – Termos empregados mais de 10 vezes após a realização da Aproximação Lexical Controlada

#	Palavra	Frq.	%	#	Palavra	Frq.	%	#	Palavra	Frq.	%
1	#crescimento	323	4,44%	2	#atingimos	194	2,67%	3	#feito	193	2,65%
4	#redução	172	2,36%	5	#relação	144	1,98%	6	#valor	126	1,73%
7	#apresentam	99	1,36%	8	#representar	97	1,33%	9	#anterior	96	1,32%
10	#mercado	88	1,21%	11	#maior	87	1,20%	12	#impactada	82	1,13%
13	#margem	82	1,13%	14	#venda	75	1,03%	15	#produto	68	0,93%
16	#obtida	65	0,89%	17	#ações	64	0,88%	18	#volume	62	0,85%
19	#consolidada	54	0,74%	20	#forum	50	0,69%	21	#preço	50	0,69%
22	#positiva	49	0,67%	23	#fiscal	48	0,66%	24	#menor	48	0,66%
25	#negativo	46	0,63%	26	#desempenho	43	0,59%	27	#operação	43	0,59%
28	#fator	38	0,52%	29	#econômica	37	0,51%	30	#participação	36	0,49%
31	#variação	36	0,49%	32	#imposto	35	0,48%	33	#ganho	33	0,45%

#	Palavra	Frq.	%	#	Palavra	Frq.	%	#	Palavra	Frq.	%
34	#nova	32	0,44%	35	#comparada	30	0,41%	36	#principal	29	0,40%
37	#recorrente	29	0,40%	38	crise	28	0,38%	39	#operacional	27	0,37%
40	#exportação	26	0,36%	41	#controlada	24	0,33%	42	#tarifária	23	0,32%
43	#parte	22	0,30%	44	produção	22	0,30%	45	#recuperação	22	0,30%
46	#renda	22	0,30%	47	#demanda	21	0,29%	48	#depreciação	21	0,29%
49	#deve	21	0,29%	50	#longo	21	0,29%	51	sendo	21	0,29%
52	#economia	19	0,26%	53	#prazo	19	0,26%	54	#programa	19	0,26%
55	#provisão	19	0,26%	56	#reajuste	19	0,26%	57	social	19	0,26%
58	#ajuste	18	0,25%	59	#base	18	0,25%	60	equivalência	18	0,25%
61	#forte	18	0,25%	62	juros	18	0,25%	63	rentabilidade	18	0,25%
64	#ocorrida	17	0,23%	65	patrimonial	17	0,23%	66	#ponto	17	0,23%
67	#amortização	16	0,22%	68	#corresponde	16	0,22%	69	geração	16	0,22%
70	#vendida	16	0,22%	71	#área	15	0,21%	72	#cambial	15	0,21%
73	#comparação	15	0,21%	74	#encerra	15	0,21%	75	#preferencial	15	0,21%
76	#processo	15	0,21%	77	#reduzir	15	0,21%	78	Adesão	14	0,19%
79	#comercial	14	0,19%	80	#compensada	14	0,19%	81	#consumidor	14	0,19%
82	#contrato	14	0,19%	83	contribuicao	14	0,19%	84	#interno	14	0,19%
85	#nota	14	0,19%	86	#relativa	14	0,19%	87	#taxa	14	0,19%
88	virtude	14	0,19%	89	#acumulada	13	0,18%	90	#apresentada	13	0,18%
91	#decorre	13	0,18%	92	#dividendo	13	0,18%	93	#dívida	13	0,18%
94	#excluindo	13	0,18%	95	#houve	13	0,18%	96	#pagamento	13	0,18%
97	#própria	13	0,18%	98	#recurso	13	0,18%	99	#índice	13	0,18%
100	#apurado	12	0,16%	101	#aquisição	12	0,16%	102	#cenário	12	0,16%
103	#condição	12	0,16%	104	consolidação	12	0,16%	105	#parcelamento	12	0,16%
106	#podemos	12	0,16%	107	Sistema	12	0,16%	108	#alta	22	0,30%
109	atividade	11	0,15%	110	aumentou	11	0,15%	111	#classe	11	0,15%
112	Clientes	11	0,15%	113	#contábeis	11	0,15%	114	endividamento	11	0,15%
115	#estrutura	11	0,15%	116	#expansão	11	0,15%	117	#explicativa	11	0,15%
118	faturamento	11	0,15%	119	#média	11	0,15%	120	#nível	11	0,15%
121	#perda	11	0,15%	122	#revisão	11					

Fonte: Dados da pesquisa.

Das cinco palavras mais frequentes apresentadas na Tabela 12, três representam variações ocorridas: 1) *crescimento*, que explicita o aumento em determinado valor; 2) *atingimos*, que mostra o valor final que foi obtido ao término do exercício ou por uma operação específica; e, 3) *redução*, ilustrando a diminuição de um referente montante. As outras duas demonstram relacionamentos existente entre dois conceitos: 1) *efeito*, expressando influencia exercida por um fator; e, 2) *relação*, ilustrando o relacionamento entre conceitos ou palavras.

Até este ponto a análise lexical foi realizada de forma global, sendo analisadas todas as empresas integrantes da amostra em conjunto. Contudo, a

análise pode ser feita considerando aspectos pertinentes a população em estudo. Na presente pesquisa, todavia, está investigação foi realizada com base na variação do resultado apresentada pela empresa entre os anos de 2008 e 2009. Com isso, foi realizada observação separada para as empresas que apresentaram um crescimento do seu resultado e também para aquelas que foi constatada uma retração. A etapa da análise lexical na qual são englobadas variáveis inerentes aos elementos em estudo é denominada Especificação Lexical. Na Tabela 13 listam-se os resultados obtidos nesta parte da investigação.

Tabela 13 – Resumo dos resultados da Especificação Lexical

	Retração	Crescimento
Frequência da categoria	81	92
Qt. total de palavras	3506	3771
Palavra mais frequente	#crescimento	#crescimento
Frequência desta palavra	138	185
Comprimento médio	43,28	40,99
Qt. de palavras diferentes	919	995
Qt. de palavras únicas	277	343
Repetição média	3,82	3,79
Qt. de palavras exclusivas	384	460
Peso das palavras exclusivas	16.5%	17.3%

Fonte: Dados da pesquisa.

Das 173 empresas cujos RA's foram analisados, 92 apresentaram crescimento em seu resultado, enquanto em 81 entidades foi observada uma variação negativa. Em ambos os casos a palavra utilizada com maior frequência foi *crescimento*. As organizações que tiveram variação positiva fizeram uso de uma maior quantidade de palavras e empregaram também maior número de termos diferentes para desenvolverem seus textos. Contudo, o tamanho médio dos fragmentos textuais das empresas que tiveram retração em seu resultado superou, com pequena margem, o tamanho médio do primeiro grupo.

As palavras utilizadas apenas por um dos grupos analisados obteve, nos dois casos, representatividade superior a 15%. De modo superficial, esta informação demonstra a fração de palavras no texto que pode caracterizar uma população ou grupo. Contudo, a análise lexical permite a observação da especificidade das palavras para cada estrato analisado. Esta investigação é realizada com base na representatividade que cada palavra tem para as determinadas categorias em

estudo. A Tabela 14 elenca as palavras mais relevantes para as empresas que apresentaram crescimento e retração do resultado.

Tabela 14 – Palavras mais relevantes para as empresas segregadas nas categorias estudadas

Retração		Crescimento	
Palavra	Qt.	Palavra	Qt.
#redução	100 (1,21)	#maior	56 (1,24)
#mercado	55 (1,30)	#margem	51 (1,20)
#impactada	54 (1,37)	#produto	45 (1,28)
#volume	43 (1,44)	#comparada	21 (1,35)
#ações	42 (1,36)	#operacional	17 (1,22)
#negativo	32 (1,44)	social	15 (1,52)
#menor	31 (1,34)	#prazo	14 (1,42)
#variação	23 (1,33)	sendo	14 (1,29)
#controlada	21 (1,82)	#ponto	13 (1,48)
#recorrente	19 (1,36)	contribuição	12 (1,65)
#tarifária	16 (1,44)	#recurso	11 (1,63)
#recuperação	14 (1,32)	#ocorrida	11 (1,25)
patrimonial	13 (1,59)	#acumulada	10 (1,48)
equivalência	13 (1,50)	#apresentada	10 (1,48)
produção	13 (1,23)	Adesão	10 (1,38)
#economia	12 (1,31)	#nota	10 (1,38)
#preferencial	11 (1,52)	#expansão	9 (1,58)
#amortização	11 (1,43)	#dividendo	9 (1,34)
#interno	10 (1,48)	#excluindo	9 (1,34)

Fonte: Dados da pesquisa.

De acordo com a análise lexical, a palavra que melhor caracteriza as empresas que apresentaram retração no resultado é *redução*. Observa-se que outros termos que denotam sentido negativo apresentaram entre àqueles com maior destaque, como: *negativo* e *menor*. Para as entidades que a variação foi positiva, a palavra *maior* foi a mais representativa.

A quinta etapa da análise lexical consiste no levantamento das ideias-chaves contidas nos textos analisados. Esta análise foi realizada com base nas palavras mais utilizadas nos referidos fragmentos textuais. Foram selecionadas as quinze palavras repetidas com maior frequência pelas empresas integrantes da amostra, e verificou-se o conjunto de orações em que o termo estava inserido, sendo realizado este processo para todas as aparições das palavras analisadas. Este procedimento tem a finalidade de elencar as ideias-chaves que serão utilizadas para a classificação das empresas com base na justificativa apresentada para explicar o

resultado obtido no período. Na Tabela 15 elenca as palavras que foram utilizadas para a realização desta etapa.

Tabela 15 – Termos utilizados para elaboração do Protocolo de Ideias-chave

#	Palavras	Frequência da Palavra	Nº Empresas que utilizaram a Palavra
1	#crescimento	323	103
2	#atingimos	194	95
3	#efeito	193	91
4	#redução	172	78
5	#relação	144	78
6	#valor	126	66
7	#apresentam	99	64
8	#representar	97	67
9	#anterior	96	63
10	#mercado	88	52
11	#maior	87	46
12	#impactada	82	58
13	#margem	82	43
14	#venda	75	46
15	#produto	68	41

Fonte: Dados da pesquisa.

No rol de palavras selecionadas, algumas não contribuíram substancialmente para a elaboração do protocolo de ideias-chaves. O termo *atingimos*, por exemplo, na maioria dos casos, foi utilizado para explicar que a entidade alcançou um número ou valor específico. Portanto, nestes casos, a palavra não foi empregada para explicar os motivos que contribuíram para que a empresa alcançasse certo resultado, e sim para quantificar esta *performance*. Neste caso estão enquadradas ainda as palavras *valor*, *anterior* e *margem*.

Com a análise das demais palavras selecionadas, verificaram-se os principais aspectos levantados nos períodos textuais em que elas se inserem. Diferentes empresas justificaram o desempenho do período destacando que houve aumento de preços no exercício analisado, seja este aumento devido à decisão da empresa ou por efeito regulatório. Algumas informaram que a celebração de novos contratos com clientes, ou até mesmo o encerramento de um compromisso contratual, influenciaram nos números apresentados. Diante de explicações deste tipo, chegou-se a conclusão que uma das ideias-chaves explanadas nos fragmentos textuais investigados está relacionada aos aspectos comerciais da entidade. Este,

portanto, constitui o primeiro ponto de classificação para os textos que empregam conceitos ligados à estes aspectos para justificar a *performance* do período, seja ela positiva ou negativa.

O segundo ponto de análise encontrado está ligado a aspectos macroeconômicos. A crise econômica mundial presenciada no final de 2008 e início de 2009 foi utilizada por um grande número de empresas integrantes da amostra em estudo. Além desta justificativa, os textos que abordavam assuntos como variação cambial e políticas monetárias foram enquadrados nesta classificação.

Adicionalmente, um dos motivos também destacados pelas entidades foi a mudança da legislação contábil, promovida pela harmonização às Normas Internacionais de Contabilidade (IFRS). As empresas declaram, por exemplo, que a mudança nos critérios de mensuração de ativos e passivos impactou, positiva ou negativamente, os resultados apresentados. Além disso, fatores ligados ao Fisco, como impostos diferidos e substituição tributária, foram encontrados na análise realizada. Com isso, chegou-se a terceira ideia-chave, cujos fragmentos estão relacionados aos aspectos normativos e tributários.

As empresas, em seus RA's, destacam também a influência que os investimentos financeiros e em outras entidades exercem sobre seu resultado. Muitas relatam que o sucesso ou o eventual insucesso destas operações que configuraram como o elemento de maior relevância para o resultado apresentado. Além disso, elencam a venda ou perda de imobilizados como fator preponderante para justificar a *performance* do períodos. Para estes casos, portanto, conclui-se sobre a quarta ideia-chave apresentada nos fragmentos textuais, relacionados aos aspectos não operacionais.

Por fim, em contraponto a última ideia-chave apresentada, listou-se o último ponto de análise, ligado aos aspectos operacionais da entidade. As justificativas relacionadas à melhoria na eficiência dos processos, redução de custos ou desenvolvimento de novos produtos estão elencadas neste aspecto. Com isso, busca-se classificar, com base nesta ideia-chave, as empresas que destacaram os fatores ligados à operacionalização de sua atividade fim. A partir das considerações elencadas, no Quadro 2 apresenta o protocolo de ideias-chave elaborado.

Ideia-Chave	Definição Operacional	Exemplos
Aspectos Comerciais	Fatores ligados ao relacionamento com clientes e às condições de venda dos produtos ao mercado	Preço de venda; novos contratos comerciais
Aspectos Macroeconômicos	Fatores externos à entidade e que impactam na execução de suas atividades	Situação econômica local e/ou global; câmbio
Aspectos Normativos e Tributários	Fatores ligados à mudança de normas e à forma de registro, lançamento ou cobrança de tributos	Adoção de normas IFRS; Substituição Tributária
Aspectos Não Operacionais	Fatores cuja administração da entidade possui poder de decisão, mas que não estão ligados à sua atividade fim	Alienação de Imobilizado; Aplicações Financeiras; Equivalência Patrimonial
Aspectos Operacionais	Fatores relacionados à consecução do objeto social da organização	Redução de custos; eficiência produtiva

Quadro 2 – Protocolo de ideias-chave

Fonte: Dados da pesquisa.

Com base neste protocolo, obtido por intermédio do auxílio da Análise Lexical, na próxima seção do trabalho serão feitas as classificações das entidades, de acordo com a Análise de Conteúdo dos textos investigados. Nessa classificação serão considerados os aspectos que apresentam maior destaque na explicação dada pelas empresas para justificar o desempenho alcançado em 2009. Portanto, mesmo que a empresa cite fatores relacionados a diferentes aspectos elencados no protocolo desenvolvido, ela será categorizado de acordo com àquele na qual apresentou maior ênfase.

4.2 CLASSIFICAÇÃO DAS EMPRESAS ANALISADAS EM RELAÇÃO À JUSTIFICATIVA DO RESULTADO DO PERÍODO

Fazendo uso do protocolo de ideias-chave desenvolvido no tópico anterior do presente trabalho, as empresas foram classificadas de acordo com os aspectos predominantemente tratados na explanação acerca da *performance* demonstrada no exercício social de 2009. Esta categorização se faz necessária para as análises seguintes desenvolvidas no estudo. Portanto, de acordo com estas categorias, será verificado se elas sofrem influencia do desempenho demonstrado, assim como o seu reflexo no preço das ações das empresas investigadas.

Para uma melhor classificação, houve a demanda por um conhecimento prévio das empresas, no tocante, principalmente, ao setor de atuação delas. Conforme o segmento que a companhia está inserida, os fatores por ela elencados como determinantes para o resultado obtido podem levar a classificações diferentes. Como por exemplo, podem ser citados os textos que tratam sobre o resultado de entidades controladas e coligadas. As entidades caracterizadas como *holding*, que apresentam a finalidade social de manter investimentos em outras empresas, ao justificarem seus resultados com base na alienação de investimentos e por intermédio de ganhos ou perdas com equivalência patrimonial, demonstram que seus aspectos operacionais que foram determinantes para o desempenho obtido. Diferentemente, nas companhias que atuam em outros setores, esta justificativa levará com que elas sejam classificadas como organizações que argumentam sobre seus aspectos não operacionais.

Na Tabela 16 sumariza a classificação das empresas investigadas. Optou-se por fazer a apresentação segregando as companhias de acordo com o desempenho obtido em 2009. Esta medida foi adotada para realização de uma análise cruzada, bem como já preparar os dados para analisar a influência do desempenho nos aspectos abordados.

Tabela 16 – Classificação das empresas de acordo com os aspectos apresentados na justificativa do resultado

	Retração	Crescimento	TOTAL	%
Aspectos Comerciais	11	12	23	13%
Aspectos Macroeconômicos	27	5	32	18%
Aspectos Normativos e Tributários	13	11	24	14%
Aspectos Não Operacionais	16	13	29	17%
Aspectos Operacionais	14	51	65	38%
TOTAL	81	92	173	100%

Fonte: Dados da pesquisa.

A justificativa com base nos aspectos comerciais da entidade foi utilizada por 23 empresas, representando 13% das empresas investigadas. Esta categoria foi aquela em que um menor número de companhias foi classificado. Grande parte das justificativas apresentadas por estas organizações pautou-se nos reajustes nos preços de vendas, seja pelo aumento ou pela redução. Destaca-se que grande parte das empresas do setor elétrico está categorizada neste estrato. De acordo com o

expresso nos RA's destas empresas, no ano de 2009 a Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL) procedeu com uma equiparação tarifária, ocasionando variações nos preços com diferentes intensidades e direções.

Os aspectos macroeconômicos suportaram a justificativa para o desempenho obtido de 32 empresas. Deste número, que representa 18% das organizações investigadas, somente 5 apresentaram crescimento em relação ao período anterior. Estas empresas alegaram que a valorização do dólar, frente ao real, provocou significativos ganhos com variação cambial. As dívidas destas empresas em moeda norte-americana teve seu valor em real reduzido, em virtude da flutuação do câmbio.

Todavia, grande parte das empresas categorizadas neste estrato apresentou retração em seu desempenho. A variação cambial, que exerceu influência positiva para algumas entidades, foi eleita a grande vilã em 2009 por outras companhias, junto com a crise mundial vivenciada no final de 2008 e início de 2009. Para 27 empresas, estes foram os principais motivos que ocasionaram na redução de seu lucro líquido.

Na terceira categoria, foram classificadas 24 empresa, por terem justificado sua *performance* em aspectos normativos e tributários. Com o advento da Lei nº 11.941/09, muitas companhias aderiram ao programa de parcelamento de dívidas tributárias do governo federal, conhecido como Refis. Com esta adesão, as empresas reduziram suas despesas com juros e multas relacionadas às dívidas existentes. Este foi o principal fator relatado pelas entidades que apresentaram crescimento no lucro líquido e que foram categorizadas neste grupo, totalizando 11 organizações.

Para as empresas que apresentaram retração, o principal motivo deste desempenho concentrou-se na harmonização das práticas contábeis brasileiras às normas internacionais. As companhias creditam a realização do *impairment* em seus ativos e a marcação de seu patrimônio a valor justo como os grandes fatores que prejudicaram as suas *performances*.

De acordo com o CPC-01, o teste de *impairment* visa avaliar se os ativos não estão registrados contabilmente por um valor superior àquele a ser recuperado

por seu uso ou por sua venda. Caso seja constatado que um ativo esta contabilizado com valor superior aos benefícios que ele pode proporcionar, deverá ser reconhecida como perda a diferença entre os dois valores no resultado da empresa (BORBA; SOUZA; ZANDONAI, 2009). Em relação à influência do valor justo, algumas empresas, por exemplo, argumentaram informando que vendem *commodities* com preço baseado no valor do dólar, havendo uma redução em virtude da valorização da moeda brasileira.

Os aspectos não operacionais trilharam a justificativa de 29 empresas, dividindo-se em 16 que obtiveram retração e 13 que apresentaram crescimento em seu desempenho. Este estrato concentrou 17% do total da amostra analisada. No conteúdo dos textos apresentados não foram identificados fatores predominantes entre as empresas que tiveram aumento ou redução de seu lucro bruto. A maioria das organizações informou que o resultado foi altamente influenciado pela equivalência patrimonial registrada no período.

Por fim, destaca-se que o estrato que apresentou um maior número de empresas classificadas foi o que reúne àquelas que pautaram sua justificativa em seus fundamentos operacionais. Das 65 empresas enquadradas neste grupo, 51 apresentaram melhoria em seu desempenho, frente a 14 em que foi observada uma retração em seu lucro líquido. Estas empresas destacaram o aumento ou redução de seus custos e/ou volume de produção como fator determinante para o desempenho apresentado.

4.3 ANÁLISE DA ASSOCIAÇÃO ENTRE DESEMPENHO E JUSTIFICATIVAS APRESENTADAS

Com as empresas categorizadas de acordo com os aspectos destacados na justificativa do desempenho alcançado em 2009, presente nos relatórios de administração, buscou-se verificar se esta classificação sofre a influência da *performance* obtida. Por se tratar de uma investigação sobre a associação de duas variáveis categóricas, optou-se por realizar o teste por intermédio do qui-quadrado (χ^2). Com base na hipótese teórica elaborada nos procedimentos metodológicos, relacionou-se a seguinte hipótese nula para teste:

H_0 : O desempenho obtido pelas empresas de capital aberto, que negociam seus valores mobiliários na BM&FBovespa, NÃO influencia na justificativa que elas apresentam para esta performance apresentada.

Abaixo, retoma-se a tabela de contingência elaborada no tópico anterior, no qual são relacionadas as frequências cruzadas de cada categoria. Trata-se de uma tabela 2x5, ou seja, a variável desempenho, organizada em colunas, apresenta duas classificações possíveis: *retração* e *crescimento*. A variável aspectos destacados no fragmento textual analisado possibilita as empresas serem classificadas em cinco distintos grupos: *aspectos comerciais*, *macroeconômicos*, *normativos e tributários*, *não operacionais* e *operacionais*.

Tabela 17 – Tabela de Contingência relacionando o desempenho com os aspectos elencados para justificá-lo

	Retração	Crescimento	TOTAL
Aspectos Comerciais	11	12	23
Aspectos Macroeconômicos	27	5	32
Aspectos Normativos e Tributários	13	11	24
Aspectos Não Operacionais	16	13	29
Aspectos Operacionais	14	51	65
TOTAL	81	92	173

Força: Dados da Pesquisa

O teste do χ^2 foi realizado com o auxílio do *software* SPSS 17.0[®]. As frequências de cada uma das células são comparadas com as frequências esperadas, calculadas pelo próprio teste. Na Tabela 18 apresenta-se a saída do *software* para esta comparação.

Tabela 18 – Frequências esperadas calculadas pelo teste χ^2

			Desempenho		Total
			Retração	Crescimento	
Aspectos	Comerciais	Count	11	12	23
		Expected Count	10,8	12,2	23,0
	Macroeconômicos	Count	27	5	32
		Expected Count	15,0	17,0	32,0
	Normativos e Tributários	Count	13	11	24
		Expected Count	11,2	12,8	24,0
	Não Operacionais	Count	16	13	29
		Expected Count	13,6	15,4	29,0
	Operacionais	Count	14	51	65
		Expected Count	30,4	34,6	65,0

		Desempenho		Total
		Retração	Crescimento	
Total	Count	81	92	173
	Expected Count	81,0	92,0	173,0

Fonte: Dados da pesquisa.

Existe uma restrição no teste χ^2 para que seja determinada a medida de efeito para os testes de associação. Esta condição recomenda que não se pode ter menos de 25% das células (no caso da presente pesquisa, 25% de 10 representa aproximadamente 3) com frequências esperadas com valor menor que 5 (DANCEY; REIDY, 2006). Caso esta condição seja atendida, poderá ser utilizada como medida de correlação para análise dos resultados o *V de Cramer*. Enquanto isso, ao ter esta restrição violada, deve ser utilizado o teste de probabilidade exata de Fisher para determinar a existência ou não de associação de variáveis. Contudo, esta alternativa só é válida para a aplicação do teste χ^2 em tabelas de contingência 2x2, não sendo aplicável, portanto, ao presente estudo, no caso de uma eventual necessidade

Pode-se observar na Tabela 18 que a condição para o prosseguimento do teste foi atendida. Desta forma, pode-se afirmar que não houve frequências esperadas inferiores a 5. Com isso, será possível realizar a análise por intermédio do *V de Cramer*. Os resultados do teste χ^2 estão dispostos nas Tabelas 19 e 20.

Tabela 19 – Resultado do Teste χ^2

Chi-Square Tests			
	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	36,154 ^a	4	,000
Likelihood Ratio	38,824	4	,000
Linear-by-Linear Association	19,616	1	,000
N of Valid Cases	173		

a. 0 cells (,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 10,77.

Fonte: Dados da pesquisa.

Tabela 20 – Valor do V de Cramer

Symmetric Measures			
		Value	Approx. Sig.
Nominal by Nominal	Phi	,457	,000
	Cramer's V	,457	,000
N of Valid Cases		173	

Fonte: Dados da pesquisa.

O valor apresentado na linha *Pearson Chi-Square* representa a frequência global esperada, que é 36,154. O grau de significância do teste (*Asymp. Sig.*) apresentou-se menor que 0,001. Desta forma, a probabilidade de se ter tal valor é 1 em 1000. Conclui-se, portanto, que existe uma associação estatisticamente significativa entre o desempenho apresentado pelas empresas e os aspectos elencados para justifica-lo. Este resultado condiz com o retratado na literatura (SILVA, RODRIGUES e ABREU, 2007; COLAUTO e MARQUES, 2010), minimizando o risco de se tratar de uma correlação espúria.

Por intermédio do *V de Cramer* é possível verificar a intensidade desta associação. Para isso, deve-se elevar o valor encontrado ao quadrado, e o valor encontrado representa o grau de associação entre as duas variáveis. Realizando-se este cálculo, têm-se: $0,457^2 = 0,2092$. Assim, verifica-se que o desempenho obtido pela entidade exerce influência de aproximadamente 21% no conteúdo da explicação acerca desta *performance* alcançada. Com o resultado obtido, não se confirma a primeira hipótese nula proposta na pesquisa.

4.4 INVESTIGAÇÃO SOBRE A INFLUÊNCIA DAS JUSTIFICATIVAS NOS PREÇOS DAS AÇÕES

A segunda hipótese de pesquisa proposta refere-se a não existência de associação entre os aspectos utilizados pelas companhias para justificar o desempenho obtido no exercício, e o preço de suas ações negociadas em bolsa de valores. Para testar esta proposição, optou-se por utilizar quatro diferentes janelas temporais, que são elas: 1) -1 e +1 dia da publicação do RA; 2) -5 e +5 dias; 3) -10 e +10 dias; e, 4) -20 e +20 dias. A hipótese nula formulada para o presente teste, portanto, é:

H₀: As diferentes justificativas utilizadas pelas sociedades anônimas de capital aberto com ações negociadas na BM&FBovespa NÃO apresentam impacto no preço de seus valores mobiliários disponíveis para negociação.

Os dados relacionados a variável preço das ações foram coletados na página eletrônica da BM&FBovespa, por intermédio da opção Cotação Histórica. Para empresas que possuem mais de um código de título mobiliário negociado na bolsa, optou-se por utilizar aquele que apresenta maior liquidez. Desta forma, foi necessário também avaliar o volume de negociação dos papéis para decidir qual seria utilizado. Os dados foram tabulados com o auxílio de dois *softwares*: o ACL 9.1.0[®], usado para extração das informações do arquivo disponível no site da BM&FBovespa, e o Microsoft Excel 2010[®], utilizado para organizar os dados.

Após esta tabulação, os dados foram importados para o SPSS 17.0[®] para que fosse realizada a análise estatística. Para a investigação relacionada a esta hipótese empregou-se o teste não paramétrico *Kruskal-Wallis*. O grau de significância utilizado nesta investigação foi .sig<0,05, ou seja, para que a hipótese nula seja rejeitada, o resultado do teste deve apontar uma probabilidade menor que 5% de ocorrência de médias iguais entre as categorias.

A Tabela 21 apresenta o resultado do teste de *Kruskal-Wallis* para as quatro **janelas** temporais investigadas.

Tabela 21 – Resultado do Teste Kruskal-Wallis

	Chi-Square	df	Asymp. Sig.
Curtíssimo Prazo (-1 e +1 dia)	3,393	4	,494
Curto Prazo (-5 e +5 dias)	2,219	4	,696
Médio Prazo (-10 e +10 dias)	2,617	4	,624
Longo Prazo (-20 e +20 dias)	2,567	4	,633

Fonte: Dados da pesquisa.

Para todos os intervalos analisados, o valor do sig. ficou superior ao estabelecido como aceitável para rejeitar-se a hipótese nula. Com base nestes resultados, portanto, não se pode afirmar que os aspectos utilizados pelas empresas para justificar o seu desempenho influenciem no preço das ações. Este pode ser um indício que os investidores estão dando maior ênfase a outras informações e fundamentos da empresa, e não aqueles retratados no Relatório de Administração.

O fato deste instrumento informativo não ser alvo de procedimentos de auditoria, pode estar levando os usuários da informação contábil a desprender menor atenção a este demonstrativo.

5 DISCUSSÃO E CONCLUSÃO

As pesquisas contábeis realizadas utilizando a Abordagem Positiva dispensam sua atenção, principalmente, para as investigações relacionadas as informações contábeis quantitativas evidenciadas pelas empresas. Todavia, a incipiente literatura desenvolvida utilizando as informações qualitativas mostra que existem inúmeros aspectos dos relatórios narrativos que são importantes para complementar a interpretação do usuário acerca da situação patrimonial das companhias. Diante deste cenário, desenvolveu-se o presente estudo com a finalidade de verificar se o desempenho das entidades influencia no conteúdo dos fragmentos textuais elencados para justifica-lo, e se os aspectos utilizados nesta explanação influenciam nos preços das ações das empresas de capital aberto

Recorreu-se à Teoria da Divulgação para embasar conceitualmente os procedimentos adotados. Primeiramente, foi promovido um conhecimento exploratório dos textos presentes nos Relatórios de Administração das 173 empresas selecionadas. Esta investigação inicial foi desenvolvida com a utilização da Análise Lexical, que constitui-se em uma metodologia de pesquisa linguística que preocupa-se em estudar o léxico (conjunto de palavras) dos textos. Esta análise permitiu que fosse desenvolvido um protocolo de ideias-chaves com os principais aspectos elencados pelas companhias para justificar o resultado obtido.

Nesta etapa da análise foi verificado que as empresas utilizam demasiadamente conceitos contábeis na justificativa do desempenho apresentado. Por exemplo, as companhias explanam que a empresa obteve crescimento no lucro líquido, em relação ao ano anterior, em virtude do aumento do lucro bruto. Acredita-se, entretanto, que as justificativas deveriam apresentar maior ênfase aos fatores ligados aos fundamentos da empresa ou que exercem influência sobre os mesmo, como por exemplo, podem ser citadas: melhoria no processo de gestão de custos, fazendo com que seu valor fosse reduzido; ampliação do mercado consumidor; perdas relacionadas a investimentos realizados em empresas coligadas; entre outros.

Aliado a isso, verificou-se por intermédio da Análise Lexical que o tamanho dos textos apresentados pelas empresas que obtiveram uma melhoria em seu

desempenho não difere muito do apresentado pelas organizações nas quais foi observada a retração em sua *performance*. Todavia, ao analisar as palavras representativas nos textos de cada grupo de empresas, verificou-se que as empresas que tiveram crescimento em seus lucros fizeram maior uso de termos com sentido positivo. Em contrapartida, as empresas que apresentaram decréscimo em seu resultado empregaram termos que denotam aspectos negativos.

A Análise Lexical permitiu, por fim, a construção do protocolo de ideias-chave com a natureza dos fatores relacionados pela empresa como os mais importantes para o alcance da *performance* apresentada. Este protocolo divide-se em aspectos: 1) Comerciais; 2) Macroeconômicos; 3) Normativos e Tributários; 4) Não Operacionais; e, 5) Operacionais. Com base neste protocolo, realizou-se a análise individual de cada texto e as entidades foram classificadas de acordo com os grupos encontrados. O estrato que apresentou o maior número de companhias foi o que concentrava as entidades que utilizaram como fatores primordiais os aspectos operacionais, para justificar o desempenho alcançado. Na sequência, o grupo constituído pelas empresas que justificaram com base em aspectos macroeconômicos concentrou o segundo maior número de elementos.

Com as empresas segregadas em grupos distintos, buscou-se verificar se o desempenho obtido em 2009 impactava nos aspectos elencados para justificar esta *performance*. Para a realização desta investigação, optou-se pelo uso do Teste Estatístico do χ^2 . A partir do desenvolvimento de uma tabela de contingência, relacionando a frequência observada para cada um dos grupos em análise, esta técnica estatística verifica a existência de correlação entre as duas variáveis nominais empregadas no estudo. Para as empresas integrantes da amostra pesquisada, portanto, verificou-se que o desempenho exerce influência estatisticamente significativa na forma como esta *performance* é redigida para apresentação aos *stakeholders*.

Por fim, a análise desenvolvida centrou-se na investigação da existência de influência dos aspectos utilizados pela empresa para justificar seu desempenho da empresa no preço de suas ações negociadas em Bolsa de Valores. Utilizou-se para tal finalidade o teste estatístico não paramétrico de *Kruskal-Wallis*. Esta observação foi realizada buscando verificar o impacto em diferentes janelas de tempo: 1) -1 e +1

dia da publicação do RA; 2) -5 e +5 dias; 3) -10 e +10 dias; e, 4) -20 e +20 dias. Após a realização deste teste, constatou-se que não existe influência significativa para nenhuma das janelas temporais investigadas.

Em conclusão ao trabalho, considerando os aspetos relacionados durante o seu desenvolvimento e a escassez de pesquisas utilizando informações qualitativas relacionadas às empresas, são elencadas algumas sugestões de investigações futuras:

- Análise textual de outros pontos relacionados nos RA's das empresas, além da justificativa do resultado;
- Investigação da influência dos aspectos aqui listados em outras métricas de *performance* das entidades, como por exemplo seu valor de mercado;
- Pesquisas relacionadas à compreensibilidade dos relatórios narrativos informados pelas empresas;
- Comparação, por intermédio de estudos multi-casos, entre o conteúdo dos textos e os saldos contábeis expressos nas demonstrações, para verificar se a explanação realizada pela empresa condiz com o retratado em seus números; e,
- Estender a análise dos aspectos relacionados como determinantes para o desempenho obtido pelas empresas e o sentido como estes são transmitidos no textos, realizando a divisão entre otimistas e pessimistas.

REFERÊNCIAS

ADELBERG, A. H. A Methodology for Measuring the Understandability of Financial Report Messages. *Journal of Accounting Research*, v. 17, n. 2, p. 565-592, 1979.

ALI, Ashiq; HWANG, Lee S. Country-Specific Factors Related to Financial Reporting and The Value Relevance of Accounting Data. *Journal of Accounting Research*, v. 38, p.1-21, 2000.

ANDRADE, Maria Margarida de. *Introdução à Metodologia do Trabalho Científico*. São Paulo: Atlas, 1995.

ASSAF NETO, Alexandre. *Finanças Corporativas e Valor*, 3 ed. São Paulo: Atlas, 2007.

ARAÚJO, Eliany A. O Fenômeno Informacional na Ciência da Informação: Abordagem Teórico-conceitual. In: CASTRO, César Augusto. *Ciência da Informação e Biblioteconomia*. São Paulo: Editora Edufama, 2002.

BALATA, P.; BRETON, G. Narratives vs Numbers in Anual Report. *Review of Accounting & Finance*, v. 4, n. 2, 2005.

BALL, Ray. Discussion: The Association Between Firms' Value and Accounting Numbers After Adoption of Fresh Start Reporting. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, v. 14, p.212-218, 1999.

BALL, Ray. J.; BROWN, Phillip. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, vol. 6, p. 159-178, 1968.

BAUMS, Theodor. Changing patterns of corporate disclosure in continental Europe: The example of Germany. European Corporate Governance Institute (EGCI): Law Working Paper. Social Science Research Network. Disponível em: <www.ssrn.com>. Outubro, 2002. Acesso em: 05 de outubro de 2010.

BEAVER, William H. Market Prices, Financial Ratios, and the Prediction of Failure. *Journal of Accounting Research*, v. 6, n. 2, p. 179-192, 1968.

BORBA, José Alonso; SOUZA, Maria Melo de; ZANDONAI, Fabiana. Evidenciação da Perda no Valor Recuperável de Ativos nas Demonstrações Contábeis: Uma Verificação nas Empresas de Capital Aberto Brasileiras. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 33., 2009, São Paulo-SP. *Anais...* São Paulo: ANPAD, 2009.

BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. *Diário Oficial da República Federativa do Brasil*, Suplemento de 17 de dezembro de 1976, Brasília-DF, 1976. Disponível em <www.senado.gov.br> Acesso em: 06 de outubro de 2010.

BROOKES, Bertram C. The Foundations of Information Science. *Journal of Information Science*, v. 2, p. 125-133, jun. 1980.

BURLIN, Lílian R. et al. Relatório da Administração: Uma Análise Exploratória de suas Informações no Aspecto Qualitativo. In: SEMINÁRIO DA USP DE CONTABILIDADE, 1., 2001, São Paulo. *Anais...* São Paulo: FEA/USP, 2001.

CAREGNATO, Rita Catalino Aquino; MUTTI, Regina. Pesquisa Qualitativa: Análise de Discurso Versus Análise de Conteúdo. *Texto Contexto Enfermagem*, v. 15, n. 4, p. 679-684, out./dez. 2006.

COLAUTO, Romualdo Douglas; MARQUES, Vagner Antônio. Influência do Discurso Otimista do Relatório de Administração no Valor de Mercado de Companhias Brasileiras. *RC&C – Revista Contabilidade e Controladoria*, v. 2, n. 1, p. 101-139, jan./abr. 2010.

COMISSÃO DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS – CPC. *Estrutura Conceitual para a Elaboração e Apresentação das Demonstrações Contábeis*. Brasília, 2008. Disponível em <www.cpc.org.br> Acesso em: 06 de outubro de 2010.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. *Parecer de Orientação nº 15*, de 28 de dezembro de 1987. Brasília, Dezembro de 1987. Disponível em <www.cvm.gov.br> Acesso em: 06 de outubro de 2010.

COOPER, Donald R.; SCHINDLER, Pamela S. *Métodos de Pesquisa em Administração*. Tradução de: Luciana de Oliveira da Rocha. 7 ed. Porto Alegre: Bookman, 2003.

COPELAND, Tom. WESTON, Fred. SHASTRI, Kuldeep. *Financial Theory and Corporate Policy*. 4th. Ed. Pearson Addison Wesley. 2005, p. 353, 415-438.

COSTA, Patrícia de Souza *et al.* Estudo Empírico do Grau de Compreensibilidade e de Legibilidade dos Relatórios de Administração e da Escala de *Locus* de Controle nos Cursos de Administração e Ciências Contábeis. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 30., 2006, Salvador-BA. *Anais...* Salvador: ANPAD, 2006.

DANCEY, Christine P.; REIDY, John. *Estatística Sem Matemática Para Psicologia: Usando SPSS para Windows*. 3 ed. Tradução de Lorí Viali. Porto Alegre: Artmed, 2006.

DANTAS, José Alves; ZENDERSKY, Humberto Carlos; NIYAMA, Jorge Katsumi. A dualidade entre os benefícios do disclosure e a relutância das organizações em aumentar o grau de evidenciação. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 28., 2004, Curitiba-PR. *Anais...* Curitiba: ANPAD, 2004.

DEMO, Pedro. *Avaliação Qualitativa*. São Paulo: Editora Cortez, 1991.

DIAS FILHO, José Maria. A Linguagem Utilizada na Evidenciação Contábil: Uma Análise de sua Compreensibilidade à Luz da Teoria da Comunicação. *Caderno de Estudos*, v. 13, n. 24, p. 38-49, jul./dez. 2000.

DYE, Ronald A. Disclosure of Non Proprietary Information. *Journal of Accounting Research*, v.23, n.1, p. 123-145, 1985.

_____. An Evaluation of "Essays on Disclosure" and the Disclosure Literature in Accounting. *Journal of Accounting and Economics*, v. 32, p. 181-135, 2001.

ESPÍRITO SANTO, Angélica *et al.* A responsabilidade social da contabilidade sob enfoque da governança corporativa. In: ASIAN PACIFIC CONFERENCE ON INTERNATIONAL ACCOUNTING ISSUES, 13., 2001, Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro: 2001.

FAMA, Eugene F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, v. 25, n. 2, p. 383-417, May. 1970.

FRANKEL, Richard; LI, Xu. Characteristics of a Firm's Information Environment and The Information Asymmetry Between Insiders and Outsiders. *Journal of Accounting and Economics*, v. 37, p. 229-259, 2004.

FREITAS Henrique M. R. de; CUNHA Jr. Marcus V. M. da; MOSCAROLA Jean. Pelo resgate de alguns princípios da análise de conteúdo: aplicação prática qualitativa em marketing. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 20., 1996, Angra dos Reis-RJ. *Anais...* Angra dos Reis: ANPAD, 1996.

FREITAS, Henrique; MOSCAROLA, Jean. *Análise de dados quantitativos e qualitativos: casos aplicados usando o Sphinx®*. Porto Alegre, Sphinx, 2000, 176 p.

GALLON, Alessandra Vasconcelos; BEUREN, Ilse Maria. Análise da Relação entre Evidenciação nos Relatórios da Administração e o Nível de Governança das Empresas na Bovespa. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 30., 2006, Salvador-BA. *Anais...* Salvador: ANPAD, 2006.

GIL, Antônio Carlos. *Como Elaborar Projetos de Pesquisa*. 4 ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GINER, Begoña; REES, William. On The Asymmetric Recognition of Good and Bad News in France, Germany and the United Kingdom. *Journal of Business Finance and Accounting*, v.28, p.1285-1331, 2001.

GOLDBERG, Lawrence G.; IDSON, Todd. Executive Compensation and Agency Effects. *The Financial Review*, v. 30, n. 2, p. 313-335, may. 1995.

GONEDES, Nicholas J. The Capital Market, The Market for Information and External Accounting. *The Journal of Finance*, v. 31, n. 2, p. 611-630, may 1976.

GOULART, André Moura Cintra. *Evidenciação Contábil do Risco de Mercado por Instituições Financeiras no Brasil*. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis).

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

GUAGLIARDI, José Rafael. *A Evidenciação de Informações em Companhias Abertas: Um Estudo Exploratório*. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade). Faculdade de Economia, Contabilidade e Administração da Universidade de São Paulo, São Paulo, 1987.

GUAY, Wayne; VERRECCHIA, Robert. Conservative Disclosure. *Social Science Research Network*. Disponível em: <www.ssrn.com>. Julho, 2007. Acesso em 06 de outubro de 2010.

HENDRIKSEN, Eldon S.; VAN BREDA, Michael. *Teoria da contabilidade*. São Paulo: Atlas, 1999.

HILDEBRANDT, H. H.; SNYDER, R. The Pollyanna Hypothesis in Business Writing: Initial Results, Suggestions for Research. *The Journal of Business Communication*, v. 18, n. 1, p. 5-15, 1981.

HORNGREN, Charles T. *Accounting for Management Control: An Introduction*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1974.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. *Teoria da contabilidade*. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

IUDÍCIBUS, Sergio de; LOPES, Alexsandro Broedel (Org.). *Teoria Avançada da Contabilidade*. 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*, v. 3, n. 4, p. 305-360, oct. 1976.

JICK, Todd. D., Mixing Qualitative and Quantitative Methods: Triangulation in Action. *Administrative Science Quarterly*, vol. 24, n. 4, pp. 602-611, dec. 1979.

KAM, Vernon. *Accounting theory*. Hayward, CA: John Wiley, 1986.

KIMURA, Herbert; LINTZ, Alexandre Carlos; SUEN, Alberto Sanyuan. Uma Contribuição da Teoria de Opções para a Avaliação dos Custos Máximos de

Agência. *Caderno de Pesquisas em Administração*, v. 1, n. 6, p. 20-31, jan./jun. 1998.

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

LEV, B. Toward a Theory of Equitable and Efficient Accounting Policy. *Accounting Review*, v. 68, p. 1–22., 1988.

LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco de. *Utilização da Teoria da Divulgação para Avaliação da Relação do Nível de Disclosure com o Custo da Dívida das Empresas Brasileiras*, 2007, 108 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade). FEA-USP, São Paulo/SP, 2007.

LIMA, Iran Siqueira *et al.* Um Estudo da Eficiência Informacional do Mercado Acionário Brasileiro. *Revista de Informação Contábil*, v.2, n.1, p.1-18, jan./mar. 2008.

LIMA, Maria Alice Dias da Silva. Análise de Conteúdo: Estudo e Aplicação. *Revista Logos*, v. 1, p. 53-58, 1993.

LITTLETON, A. C.; ZIMMERMAN, V. K. *Accounting Theory: Continuity and Change*. Prentice-Hall, 1962.

LOPES, Alexsandro Broedel. *Uma Contribuição ao Estudo da Relevância da Informação Contábil para o Mercado de Capitais: O Modelo de Ohlson Aplicado à BOVESPA*, 2001, 308f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade). FEA-US, São Paulo/SP, 2001.

LOPES, Alexsandro Broedel; MARTINS, Eliseu. *Teoria da Contabilidade: Uma Nova Abordagem*. São Paulo: Atlas, 2005.

MARCHET, Fernando André. *Governança corporativa e eficiência das organizações*. Dissertação (Mestrado em Economia). Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2001.

MARTINEZ, Antônio Lopo. Agency Theory na Pesquisa Contábil. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM

ADMINISTRAÇÃO, 22., 1998, Foz do Iguaçu/PR. *Anais...* Foz do Iguaçu: ANPAD, 1998.

MARTINS, Gilberto de Andrade. *Manual para Elaboração de Monografias e Dissertações*. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2000.

MORSE, J., Approaches to Qualitative-Quantitative Methodological Triangulation. *Nursing Research*, v. 40, n. 1, p. 120-132, 1991.

NASCIMENTO, Auster Moreira; REGINATO, Luciane. Divulgação da Informação Contábil, Governança Corporativa e Controle Organizacional: Uma Relação Necessária. *Revista Universo Contábil*, v. 4, n. 3, p. 25-47, jul./set. 2008.

NIYAMA, Jorge Katsumi. *Contabilidade Internacional*. São Paulo: Atlas, 2005.

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

PALEPU, Krishna G.; HEALY, Paul M.; BERNARD, Victor L. *Business Analysis e Valuation: Using Financial Statements*. Ohio: Thomson Learning, 2004.

PATEL, C., DAY, R. The Influence of Cognitive Style on the Understandability of a Professional Accounting Pronouncement by Accounting Students. *British Accounting Review*, v. 28, p. 139-154, 1996.

PAULO, Edilson; MARTINS, Eliseu. Análise da Qualidade das Informações Contábeis nas Companhias Abertas. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 31., 2007, Rio de Janeiro/RJ. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 1998.

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

RIBEIRO, Jusmeire Fiene et al. Escolhas Lingüísticas, Custos Políticos e Gerenciamento da Imagem Corporativa: O Caso da Aracruz Celulose S.A. In: CONGRESSO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓS-

GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS, 2., 2008, Salvador/BA. *Anais...* Salvador: ANPCONT, 2008.

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*. Dissertação (Mestrado em Contabilidade). Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (UnB, UFPB, UFPE, UFRN), Brasília, 2005.

ROGERS, Jonatha L.; SCHRAND, Catherine M.; VERRECCHIA, Robert E. Strategic disclosure as an explanation for asymmetric return volatility. *Social Science Research Network*. Disponível em: <www.ssrn.com>. Julho, 2007. Acesso em 06 de outubro de 2010.

SILVA, César Augusto Tibúrcio; PEREIRA, Vinícius Alves dos Santos. Fatos Relevantes e sua Influência no Preço das Ações no Brasil. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 8., 2008, São Paulo/SP. *Anais...* São Paulo: FEA/USP, 2008.

SILVA, César Augusto Tibúrcio; RODRIGUES, Fernanda Fernandes; ABREU, Robson Lopes. Análise dos Relatórios de Administração das Companhias Abertas Brasileiras: um Estudo do Exercício Social de 2002. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 11, n. 2, p. 71-92, abr./jun. 2007.

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

_____. The Chairman's Statement. *Accounting Auditing & Accountability Journal*, v. 13, n. 5, 2000.

TAVARES, Rafael Mendes Souza. *Efeitos de mudanças de ratings soberanos de países emergentes sobre o mercado acionário brasileiro*. Dissertação (Mestrado em Administração). Programa de Pós-Graduação em Administração (Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro), Rio de Janeiro, 2006.

THOMAS, J. Discourse in the Marketplace: The Making of Meaning in Annual Reports. *The Journal of Business Communication*, v. 34, p.47-66, 1997.

VAN HORNE, J. C. *Financial Management and Policy*, 11 ed. New Jersey: Prentice Hall. 1998.

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

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

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. Towards a Positive of the Determination of Accounting Standards. *The Accounting Review*, v. 53, n. 1, p. 112-134, 1978.

YAMAMOTO, Marina Mitiyo; SALOTTI, Bruno Meirelles. *Informação Contábil: Estudo sobre a sua Divulgação no Mercado de Capitais*. São Paulo: Editora Atlas, 2006.

YUTHAS, K; ROGERS, R; DILLARD, J. F. Communicative Action and Corporate Annual Reports. *Journal of Business Ethics*, v. 41, n. 1-2, p. 141-157, nov./dec. 2002.

APÊNDICES

APÊNDICE A – LISTA COM OS ADVÉRBIOS E LOCUÇÕES ADVERBIAIS, CONJUNÇÕES, PREPOSIÇÕES, LOCUÇÕES PREPOSITIVAS E PRONOMES QUE FORAM DESCONSIDERADOS NA EXECUÇÃO DA ANÁLISE LEXICAL

Classe Gramatical	Palavras Procuradas
Advérbios de Modo	Bem, mal, assim, adrede, melhor, pior, depressa, acinte, de balde, devagar, às pressas, às claras, às cegas, à toa, à vontade, às escondidas, aos poucos, desse jeito, desse modo, dessa maneira, em geral, frente a frente, lado a lado, a pé, de cor, em vão, e palavras que terminam com o sufixo <i>mente</i> ;
Advérbios de Intensidade	Muito, demais, pouco, tão, menos, em excesso, bastante, pouco, mais, menos, demasiado, quanto, quão, tanto, assaz, que (equivalente a quão), tudo, nada, todo, quase, de todo, de muito, por completo;
Advérbios de Tempo	Hoje, logo, primeiro, ontem, tarde, outrora, amanhã, cedo, dantes, depois, ainda, antigamente, antes, doravante, nunca, então, ora, jamais, agora, sempre, já, enfim, afinal, amiúde, breve, constantemente, entretantes, imediatamente, primeiramente, provisoriamente, sucessivamente, às vezes, à tarde, à noite, de manhã, de repente, de vez em quando, de quando em quando, a qualquer momento, de tempos em tempos, em breve, hoje em dia;
Advérbios de Lugar	Aqui, antes, dentro, ali, adiante, fora, acolá, atrás, além, lá, detrás, aquém, cá, acima, onde, perto, aí, abaixo, aonde, longe, debaixo, algures, defronte, nenhures, adentro, afora, alhures, nenhures, aquém, embaixo, externamente, à distancia, à distancia de, de longe, de perto, em cima, à direita, à esquerda, ao lado, em volta;
Advérbios de Negação	Não, nem, nunca, jamais, de modo algum, de forma nenhuma, tampouco, de jeito nenhum;
Advérbios de Dúvida	Acaso, porventura, possivelmente, provavelmente, quiçá, talvez, casualmente, por certo, quem sabe;
Advérbios de Afirmação	Sim, certamente, realmente, decerto, efetivamente, certo, decididamente, realmente, deveras, indubitavelmente;
Conjunções Coordenativas	e, nem, não só...mas também, não só...como também, mas, porém, contudo, todavia, no entanto, entretanto, Ou...ou, ora...ora, quer...quer, já...já, logo, por isso, pois, portanto, por conseguinte, assim, que, porque, porquanto;
Conjunções Subordinativas	porque, visto que, já que, uma vez que, como, que, do que, tão...como, mais...do que, menos...do que, embora, ainda que, mesmo que, apesar de, se bem que, segundo, conforme, consoante, para que, a fim de que, porque, à medida que, quanto mais, ao passo que, à proporção que, quando, enquanto, logo que;
Preposições Essenciais	A, ante, perante, após, até, com, contra, de, desde, em, entre, para, por, sem, sob, sobre, trás, atrás de, dentro de, para com;
Preposições Acidentais	Como, durante, exceto, fora, mediante, salvo, segundo, senão, visto;
Locuções Prepositivas	Abaixo de, acerca de, acima de, ao lado de, a respeito de, de acordo com, em cima de, embaixo de, em frente a, ao redor de, graças a, junto a, com, perto de, por causa de, por cima de, por trás de;

Classe Gramatical	Palavras Procuradas
Preposição – Combinação	Ao, aonde;
Preposição - Contração	Do, dos, da, das, dum, duns, дума, дumas, no, nos, na, nas, num, numa, nuns, numas, à, às, pelo, pelos, pela, pelas, dele, deles, dela, delas, deste, destes, desta, destas, desse, desses, dessa, dessas, daquele, daqueles, daquela, daquelas, disto, disso, daquilo, daqui, daí, dali, doutro, doutros, doutra, doutras, neste, nestes, nesta, nestas, nesse, naquele, naqueles, naquela, naquelas, nisto, nisso, naquilo, àquele, àqueles, àquela, àquelas, àquilo;
Pronomes Retos	Eu, tu, ele, ela, nós, vós, eles, elas;
Pronomes Oblíquos	me, te, o, a, lhe, se, nos, vos, os, as, lhes, mim, ti, ele, ela, si, nós, vós, eles, elas;
Pronomes Possessivos	Meu, meus, minha, minhas, teu, teus, tua, tuas, seu, seus, sua, suas, nosso, nossos, nossa, nossas, vosso, vossos, vossa, vossas, dele, deles, dela, delas;
Pronomes Demonstrativos	Este, estes, esta, estas, isto, esse, esses, essa, essas, isso, aquele, aqueles, aquela, aquelas, aquilo;
Pronomes Indefinidos	Algum, alguns, alguma, algumas, nenhum, nenhuns, nenhuma, nenhuma, todo, todos, toda, todas, muito, muitos, muita, muitas, pouco, poucos, pouca, poucas, tanto, tantos, tanta, tantas, certo, certos, certa, certas, vários, vários, várias, várias, outro, outros, outra, outras, certo, certos, certa, certas, quanto, quantos, quanta, quantas, tal, tais, qual, quais, qualquer, quaisquer, quem, alguém, ninguém, outrem, cada, algo, tudo, nada;
Pronomes Interrogativos	Qual, quais, quanto, quantos, quanta, quantas, que, onde, quem;
Pronomes Relativos	O, a, qual, os, as, quais, quanto, quantos, quanta, quantas, cujo, cujos, cuja, cujas, que, quem, onde;

APÊNDICE B – EMPRESAS INVESTIGADAS E SUA CLASSIFICAÇÃO

Ord	EMPRESA		
1	Aços Villares S.A	Retração	Aspectos Operacionais
2	AES Elpa S.A	Retração	Aspectos Não Operacionais
3	AES Tiête S.A	Crescimento	Aspectos Comerciais
4	Alfa Holdings S.A	Retração	Aspectos Operacionais
5	ALL América Latina Logística S.A	Retração	Aspectos Macroeconômicos
6	Ampla Energia e Serviços S.A	Retração	Aspectos Normativos e Tributários
7	Anhanguera Educacional Participações S.A	Crescimento	Aspectos Operacionais
8	Bahema S.A	Crescimento	Aspectos Operacionais
9	Banestes S.A. - Bco do Espírito Santo	Retração	Aspectos Macroeconômicos
10	Battistella Adm Participações S.A	Crescimento	Aspectos Macroeconômicos
11	Bco Alfa de Investimento S.A	Retração	Aspectos Não Operacionais
12	Bco Amazônia S.A	Retração	Aspectos Não Operacionais
13	Bco Bradesco S.A	Crescimento	Aspectos Operacionais
14	Bco do Estado de Sergipe S.A. - BANESE	Crescimento	Aspectos Operacionais
15	Bco do Estado do Rio Grande do Sul S.A	Retração	Aspectos Não Operacionais
16	Bco do Nordeste do Brasil S.A	Crescimento	Aspectos Operacionais
17	Bco Mercantil do Brasil S.A	Retração	Aspectos Macroeconômicos
18	Bradespar S.A	Retração	Aspectos Macroeconômicos
19	Brasil Telecom S.A	Retração	Aspectos Normativos e Tributários
20	Braskem S.A	Crescimento	Aspectos Comerciais
21	Brasmotor S.A	Retração	Aspectos Normativos e Tributários
22	BRB Bco de Brasília S.A	Crescimento	Aspectos Operacionais
23	BRF - Brasil Foods S.A	Crescimento	Aspectos Não Operacionais
24	Buettner S.A. Indústria e Comércio	Crescimento	Aspectos Operacionais
25	Café Solúvel Brasília S.A	Crescimento	Aspectos Operacionais
26	Celulose Irani S.A	Crescimento	Aspectos Operacionais
27	Cemepe Investimentos S.A	Crescimento	Aspectos Normativos e Tributários
28	Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - Eletrobras	Retração	Aspectos Macroeconômicos
29	Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A	Retração	Aspectos Macroeconômicos
30	Centrais Elétricas Matogrossenses S.A.- CEMAT	Crescimento	Aspectos Comerciais
31	CESP - Cia Energética de São Paulo	Crescimento	Aspectos Comerciais
32	Cia de Saneamento de Minas Gerais - COPASA MG	Crescimento	Aspectos Normativos e Tributários
33	Cia Energética de Minas Gerais - CEMIG	Retração	Aspectos Operacionais
34	Cia Energética do Maranhão - CEMAR	Retração	Aspectos Operacionais
35	Cia Hering	Crescimento	Aspectos Normativos e Tributários
36	Cia Melhoramentos de São Paulo	Crescimento	Aspectos Não Operacionais
37	Cia Saneamento Básico Est. São Paulo	Crescimento	Aspectos Operacionais
38	Cia Tecidos Santanense	Retração	Aspectos Comerciais
39	Cia. Brasileira de Distribuição - CBD	Crescimento	Aspectos Operacionais
40	Cia. Cacique de Café Solúvel	Crescimento	Aspectos Operacionais
41	Cia. Catarinense de Águas e Saneam. - CASAN	Crescimento	Aspectos Operacionais
42	Cia. Concessões Rodoviárias - CCR	Retração	Aspectos Não Operacionais
43	Cia. de Gás de São Paulo - COMGAS	Retração	Aspectos Comerciais

Ord	EMPRESA		
44	Cia. Distrib. de Gás do Rio de Janeiro - CEG	Crescimento	Aspectos Comerciais
45	Cia. Docas de Imbituba	Crescimento	Aspectos Operacionais
46	Cia. Eletricidade Est. da Bahia - COELBA	Retração	Aspectos Comerciais
47	Cia. Energética de Pernambuco - CELPE	Retração	Aspectos Comerciais
48	Cia. Energética do Ceará - COELCE	Retração	Aspectos Operacionais
49	Cia. Energética do Rio Gde Norte - COSERN	Retração	Aspectos Operacionais
50	Cia. Estadual Ger. Trans. Ener. Elet. - CEEE-GT	Crescimento	Aspectos Operacionais
51	Cia. Ferro Ligas da Bahia - FERBASA	Retração	Aspectos Macroeconômicos
52	Cia. Fiação Tecidos Cedro Cachoeira	Retração	Aspectos Normativos e Tributários
53	Cia. Iguazu de Café Solúvel	Crescimento	Aspectos Macroeconômicos
54	Cia. Industrial Schlosser S.A	Crescimento	Aspectos Operacionais
55	Cia. Paranaense de Energia - COPEL	Retração	Aspectos Comerciais
56	Cia. Siderurgica Nacional	Retração	Aspectos Macroeconômicos
57	Cia. Tecidos Norte de Minas Coteminas	Retração	Aspectos Macroeconômicos
58	Confab Industrial S.A	Retração	Aspectos Operacionais
59	Consórcio Alfa de Administração S.A	Retração	Aspectos Não Operacionais
60	Construtora Beter S.A	Crescimento	Aspectos Não Operacionais
61	Construtora Lix da Cunha S.A	Crescimento	Aspectos Operacionais
62	Construtora Sultepa S.A	Crescimento	Aspectos Normativos e Tributários
63	Contax Participações S.A	Crescimento	Aspectos Operacionais
64	CPFL Energia S.A	Crescimento	Aspectos Não Operacionais
65	CTEEP - Cia de Transmissão de Energia Elétrica	Crescimento	Aspectos Comerciais
66	Cyrela Brazil Realty S.A. Empreend. e Part	Crescimento	Aspectos Operacionais
67	Diagnosticos da América S.A	Crescimento	Aspectos Operacionais
68	Dohler S.A	Retração	Aspectos Macroeconômicos
69	Drogasil S.A	Crescimento	Aspectos Operacionais
70	DTCOM - Direct to Company S.A	Crescimento	Aspectos Operacionais
71	Duke Energy Int. Ger. Paranapanema S.A	Crescimento	Aspectos Operacionais
72	Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A	Crescimento	Aspectos Operacionais
73	EDP - Energias do Brasil S.A	Crescimento	Aspectos Operacionais
74	Elekeiroz S.A	Retração	Aspectos Não Operacionais
75	Elektro - Eletricidade e Serviços S.A	Crescimento	Aspectos Comerciais
76	Eletrobrás Participações S.A. - Eletropar	Crescimento	Aspectos Operacionais
77	Eletropaulo Metrop. Elet. São Paulo S.A	Crescimento	Aspectos Normativos e Tributários
78	Embratel Participações S.A	Crescimento	Aspectos Operacionais
79	Energisa S.A	Crescimento	Aspectos Operacionais
80	Eternit S.A	Retração	Aspectos Comerciais
81	Eucatex S.A. Indústria e Comércio	Crescimento	Aspectos Normativos e Tributários
82	Fábrica de Tecidos Carlos Renaux S.A	Retração	Aspectos Operacionais
83	Ferrovias Centro-Atlântica S.A	Retração	Aspectos Macroeconômicos
84	Fibam Companhia Industrial	Crescimento	Aspectos Macroeconômicos
85	Fibria Celulose S.A	Crescimento	Aspectos Operacionais
86	Financeira Alfa S.A.- Cred. Financ. e Inves	Crescimento	Aspectos Não Operacionais
87	Forjas Taurus S.A	Retração	Aspectos Comerciais
88	Fras-Le S.A	Crescimento	Aspectos Normativos e Tributários

Ord	EMPRESA		
89	Gerdau S.A	Retração	Aspectos Normativos e Tributários
90	Globex Utilidades S.A	Retração	Aspectos Normativos e Tributários
91	GPC Participações S.A	Retração	Aspectos Macroeconômicos
92	Grazzontin S.A	Retração	Aspectos Normativos e Tributários
93	Grendene S.A	Crescimento	Aspectos Operacionais
94	Guararapes Confeções S.A	Crescimento	Aspectos Operacionais
95	Hércules S.A. Fábrica de Talheres	Crescimento	Aspectos Macroeconômicos
96	Ideiasnet S.A	Retração	Aspectos Macroeconômicos
97	Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A	Crescimento	Aspectos Não Operacionais
98	Industrias Romi S.A	Retração	Aspectos Operacionais
99	Inepar Energia S.A	Retração	Aspectos Não Operacionais
100	Inepar S.A. Indústria e Construções	Retração	Aspectos Normativos e Tributários
101	Inepar Telecomunicações S.A	Crescimento	Aspectos Operacionais
102	lochpe Maxion S.A	Retração	Aspectos Não Operacionais
103	Itau Unibanco Holding S.A	Crescimento	Aspectos Operacionais
104	Itaúsa Investimentos Itaú S.A	Crescimento	Aspectos Operacionais
105	Itautec S.A. - Grupo Itautec	Crescimento	Aspectos Operacionais
106	Jereissati Participações S.A	Crescimento	Aspectos Operacionais
107	João Fortes Engenharia S.A	Crescimento	Aspectos Operacionais
108	Josapar - Joaquim Oliveira S.A. - Participações	Retração	Aspectos Operacionais
109	Karsten S.A	Crescimento	Aspectos Não Operacionais
110	Kepler Weber S.A	Crescimento	Aspectos Comerciais
111	Klabin S.A	Crescimento	Aspectos Normativos e Tributários
112	Kroton Educacional S.A	Retração	Aspectos Macroeconômicos
113	Lojas Renner S.A	Crescimento	Aspectos Operacionais
114	Longdis S.A	Retração	Aspectos Não Operacionais
115	M G Poliester S.A	Crescimento	Aspectos Comerciais
116	Mangels Industrial S.A	Crescimento	Aspectos Macroeconômicos
117	Manufatura Brinquedos Estrela S.A	Retração	Aspectos Normativos e Tributários
118	Marcopolo S.A	Crescimento	Aspectos Não Operacionais
119	Marisol S.A	Crescimento	Aspectos Operacionais
120	Metalurgica Gerdau S.A	Retração	Aspectos Normativos e Tributários
121	Metisa Metalirgica Timboense S.A	Retração	Aspectos Macroeconômicos
122	Millennium Inorganic Chemical BR BR S.A	Crescimento	Aspectos Comerciais
123	Minupar Participações S.A	Retração	Aspectos Comerciais
124	MMX Mineração e Metálicos S.A	Crescimento	Aspectos Comerciais
125	Monteiro Aranha S.A	Crescimento	Aspectos Não Operacionais
126	MRS Logística S.A	Retração	Aspectos Comerciais
127	Natura Cosméticos S.A	Crescimento	Aspectos Operacionais
128	Net Serviços de Comunicação S.A	Crescimento	Aspectos Não Operacionais
129	Panatlantica S.A	Retração	Aspectos Comerciais
130	Paranapanema S.A	Crescimento	Aspectos Normativos e Tributários
131	Pearson Sistemas do Brasil S.A	Crescimento	Aspectos Operacionais
132	Petropar S.A	Crescimento	Aspectos Operacionais
133	Pettenati S.A. Indústria Textil	Retração	Aspectos Macroeconômicos

Ord	EMPRESA		
134	Plascar Participações Industriais S.A	Retração	Aspectos Operacionais
135	Portobello S.A	Crescimento	Aspectos Operacionais
136	Randon S.A. Implementos e Participações	Retração	Aspectos Macroeconômicos
137	Rasip Agro Pastoril S.A	Retração	Aspectos Macroeconômicos
138	Recrusul S.A	Retração	Aspectos Não Operacionais
139	Rede Energia S.A	Retração	Aspectos Normativos e Tributários
140	Renar Maças S.A	Retração	Aspectos Macroeconômicos
141	Sansuy S.A. Indústria de Plásticos	Crescimento	Aspectos Operacionais
142	Santos Brasil Participações S.A	Retração	Aspectos Normativos e Tributários
143	São Paulo Alpargatas S.A	Retração	Aspectos Não Operacionais
144	Saraiva S.A. Livreiros Editores	Retração	Aspectos Não Operacionais
145	Souza Cruz S.A	Crescimento	Aspectos Comerciais
146	Springer S.A	Retração	Aspectos Macroeconômicos
147	Tam S.A	Crescimento	Aspectos Não Operacionais
148	Tecnosolo Engenharia S.A	Crescimento	Aspectos Operacionais
149	Teka - Tecelagem Kuehnrich S.A	Crescimento	Aspectos Normativos e Tributários
150	Tekno S.A. - Indústria e Comércio	Retração	Aspectos Macroeconômicos
151	Tele Norte Leste Participações S.A	Retração	Aspectos Não Operacionais
152	Telec. Brasileiras S.A. Telebras	Crescimento	Aspectos Não Operacionais
153	Telecomunicações de São Paulo S.A. - Telesp	Retração	Aspectos Comerciais
154	Telemar Norte Leste S.A	Retração	Aspectos Não Operacionais
155	Textil Renauxview S.A	Crescimento	Aspectos Normativos e Tributários
156	Tim Participações S.A	Crescimento	Aspectos Operacionais
157	Totvs S.A	Crescimento	Aspectos Não Operacionais
158	TPI - Triunfo Particip. E Invest. S.A	Crescimento	Aspectos Operacionais
159	Trevisa Investimentos S.A	Crescimento	Aspectos Operacionais
160	Tupy S.A	Retração	Aspectos Normativos e Tributários
161	Ultrapar Participações S.A	Crescimento	Aspectos Operacionais
162	Unipar Participações S.A	Retração	Aspectos Macroeconômicos
163	Usinas Sid. de Minas Gerais S.A. - Usiminas	Retração	Aspectos Macroeconômicos
164	Vale Fertilizantes S.A	Retração	Aspectos Macroeconômicos
165	Vale S.A	Retração	Aspectos Macroeconômicos
166	Vivo Participações S.A	Crescimento	Aspectos Operacionais
167	Vulcabrás S.A	Retração	Aspectos Não Operacionais
168	Weg S.A	Retração	Aspectos Operacionais
169	Wembley Sociedade Anônima	Retração	Aspectos Operacionais
170	Wetzel S.A	Retração	Aspectos Macroeconômicos
171	Whirlpool S.A	Retração	Aspectos Operacionais
172	Wiest S.A	Crescimento	Aspectos Operacionais
173	WLM Indústria e Comércio S.A	Retração	Aspectos Macroeconômicos