

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ  
SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS  
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE  
RAMON Kael BENASSI BACHMANN

**REFLEXO DO DESEMPENHO FINANCEIRO NAS BOAS NOTÍCIAS: ANÁLISE EM  
EMPRESAS BRASILEIRAS TRANSPARENTES**

CURITIBA

2012

RAMON KAEL BENASSI BACHMANN

**REFLEXO DO DESEMPENHO FINANCEIRO NAS BOAS NOTÍCIAS: ANÁLISE EM  
EMPRESAS BRASILEIRAS TRANSPARENTES**

Monografia apresentada como requisito parcial à obtenção do título de Especialista. Curso de Especialização em Controladoria do Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof.º Dr. Romualdo Douglas Colauto.

CURITIBA

2012

TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO  
PARECER FINAL

NOME DO (A) ALUNO(A): RAMON Kael BENASSI

TÍTULO DO TRABALHO: REFLEXOS DO DESEMPENHO FINANCEIRO NAS BOAS NOTÍCIAS: ANÁLISE EM EMPRESAS BRASILEIRAS TRANSPARENTES

NOME DO PROFESSOR ORIENTADOR: ROMUALDO DOUGLAS COLAUTO

PARECER DO PROFESSOR ORIENTADOR:

*Monografia excelente. O trabalho já foi concluído com sucesso e aprovado no Conselho USP/2017.*

NOTA: 10,0 (dez)

) ASSINATURA: 

Prof. Romualdo Douglas Colauto  
Departamento de Contabilidade  
Mat. 202087 - 15162532

NOME DO PROFESSOR DESIGNADO:

*Ademir Clemente*

NOTA: 10,0 (Dez inteiros)

) ASSINATURA: 

Prof. Ademir Clemente  
Departamento de Contabilidade  
Matricula 6341120 - 179361

CONCEITO FINAL: \_\_\_\_\_ ( )

COORDENADOR DO CURSO: JACKSON CIRO SANDRINI

ASSINATURA: \_\_\_\_\_

DATA: \_\_\_\_/\_\_\_\_/\_\_\_\_

## **AGRADECIMENTOS**

Aos meus pais, à minha irmã e a todos os meus familiares pela confiança, incentivo e apoio para que eu pudesse prosseguir estudando com afinco após a graduação.

Aos grandes amigos Fábio Luiz Bernardi, Eduardo Vinícius Bassi Murro, Lucas Sandrini e Gabriel Mattioli pela parceria tanto nos momentos de risadas quanto nos momentos de concentração e troca de conhecimentos ao longo do curso de especialização.

À grande amiga Joyce Menezes da Fonseca Tonin por ter contribuído de forma decisiva para a realização desta pesquisa.

Ao professor Jackson Ciro Sandrini por preparar excelentes aulas, demonstrando seriedade e comprometimento com a educação, e pelo acolhido quando da escolha pela especialização em Controladoria.

À professora Mayla Costa pelo apoio, ajuda intelectual sempre que necessário e por ter acreditado que eu conseguiria conciliar o curso de especialização com o Mestrado em Contabilidade.

À professora Márcia Maria dos Santos Bortolucci Espejo pelo posicionamento exemplar como pesquisadora, pela prontidão nos atendimentos solicitados, pelas dicas e palavras amigas.

Ao professor Luciano Márcio Scherer pela dedicação no preparo de suas aulas, pelas recomendações profissionais e pelo apoio claro, direto e sincero sempre que precisei.

Ao professor Ademir Clemente por ser referência de humanidade e compreensão, pela dedicação ao ensino e por mostrar-se um grande amigo desde a graduação.

Agradeço especialmente ao professor Romualdo Douglas Colauto que, na condição de orientador desta monografia, dedicou-se de forma impecável apresentando-me novos caminhos na pesquisa contábil e contribuindo decisivamente para o meu crescimento intelectual. Na condição de professor do curso de especialização, pelas aulas espetaculares. Finalmente, na condição de amigo, por acreditar em mim e pelas opiniões sinceras.

## RESUMO

O objetivo do trabalho consiste em verificar a associação entre o grau de otimismo da mensagem da alta administração e o desempenho reportado em índices financeiros das empresas ganhadoras do Prêmio Anefac-Fipecafi-Serasa *Experian* 2011. Para atribuir graus de otimismo (neutro, fraco, semiforte ou forte) às mensagens, sob a perspectiva linguística, criou-se um instrumento de análise de conteúdo segregado nas instâncias (i) conversacional, (ii) indexical e (iii) acional. A amostra foi composta por dez empresas ganhadoras do Prêmio Anefac-Fipecafi-Serasa *Experian* 2011. A correlação de *Spearman* foi calculada para verificar a associação entre o grau de otimismo e os índices de desempenho financeiro extraídos das Demonstrações dos Fluxos de Caixa. Considerando conjuntos de índices financeiros, nota-se associação inversa significativa entre grau de otimismo das mensagens e índices de dispêndio de capital e de retorno dos fluxos de caixa. Os resultados sugerem que os gestores de empresas com pior desempenho financeiro de dispêndio de capital e de retorno de fluxo de caixa tendem a ser mais otimistas nas mensagens aos acionistas, pois são escritas após o conhecimento do desempenho financeiro no ano. Pode-se concluir que gestores da amostra analisada buscam tranquilizar investidores atenuando informações financeiras negativas por meio de discurso otimista.

**Palavras-chave:** Relatório da Administração. Discurso. Otimismo. Índices Financeiros.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Metodologia da Análise do Discurso .....	24
--	----

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Graus de Otimismo .....	33
Tabela 2: Índices de Cobertura de Caixa e Índices de Dispêndio de Capital.....	34
Tabela 3: Retornos do Fluxo de Caixa e Quocientes de Qualidade do Resultado....	35
Tabela 4: Resultados das Primeiras Correlações de <i>Spearman</i> .....	36
Tabela 5: Resultados das Correlações de <i>Spearman</i> Finais .....	37

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Índices para Análise de Viabilidade Financeira .....	19
Quadro 2: Fontes de Coleta de Dados para Cálculo dos Índices Financeiros .....	27
Quadro 3: Aspectos Chave Observados por Nível e Exemplos .....	29

## LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

ANEFAC – Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade

AT – Ativos Totais

BP – Balanço Patrimonial

CAP – Capital

CEMIG – Centrais Elétricas de Minas Gerais

CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis

CPIC – Caixa Pago por Investimentos de Capital

CSN – Companhia Siderúrgica Nacional

CV – Caixa das Vendas

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

D – Depreciação

DFC – Demonstração dos Fluxos de Caixa

DIV – Dividendos

DP – Dividendos Preferenciais

DRE – Demonstração do Resultado do Exercício

DTP – Dividendo Total Pago

E – Exigível

ELP – Exigível de Longo Prazo

FCF – Fluxo de Caixa de Financiamentos

FCI – Fluxo de Caixa de Investimentos

FCO – Fluxo de Caixa das Atividades Operacionais

FIPECAFI – Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras

I – Impostos

INV – Investimentos

J – Juros

JP – Juros Pagos

NE – Notas Explicativas

OI – Brasil Telecom

PL – Patrimônio Líquido

QAO – Quantidade de Ações Ordinárias

RA – Relatório da Administração

RO – Resultado Operacional

SFAS – *Statement of Financial Accounting Standards*

SPSS – *Statistical Package for Social Sciences*

USIMINAS – Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais

V – Vendas

## SUMÁRIO

<b>AGRADECIMENTOS</b> .....	2
<b>RESUMO</b> .....	3
<b>LISTA DE FIGURAS</b> .....	4
<b>LISTA DE TABELAS</b> .....	5
<b>LISTA DE QUADROS</b> .....	6
<b>LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS</b> .....	7
<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	10
1.1 PROBLEMA DA PESQUISA.....	10
1.2 PRESSUPOSTOS DA PESQUISA.....	11
1.3 OBJETIVOS DO ESTUDO .....	12
1.3.1 <b>Objetivo Geral</b> .....	12
1.3.2 <b>Objetivos Específicos</b> .....	12
1.4 JUSTIFICATIVA DO ESTUDO .....	13
1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO .....	15
<b>2 REFERENCIAL TEÓRICO</b> .....	16
2.1 OTIMISMO NOS RELATÓRIOS DA ADMINISTRAÇÃO .....	16
2.2 ÍNDICES FINANCEIROS BASEADOS NA DFC.....	18
<b>3 METODOLOGIA DA PESQUISA</b> .....	22
3.1 COLETA DE DADOS PARA CÁLCULO DOS GRAUS DE OTIMISMO.....	23
3.2 AVALIAÇÃO DO OTIMISMO NAS MENSAGENS DA ALTA ADMINISTRAÇÃO.....	26
3.3 COLETA DE DADOS PARA CÁLCULO DOS ÍNDICES FINANCEIROS .....	26
<b>4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS</b> .....	29
4.1 OTIMISMO PERCEBIDO NAS MENSAGENS DA ALTA ADMINISTRAÇÃO.....	29
4.2 VALORES DOS ÍNDICES FINANCEIROS DAS EMPRESAS .....	34
4.3 ASSOCIAÇÃO ENTRE GRAUS DE OTIMISMO E ÍNDICES FINANCEIROS ...	36
<b>5 CONCLUSÕES</b> .....	38
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	40

## 1 INTRODUÇÃO

Este capítulo apresenta uma visão geral acerca do otimismo contido nas mensagens da alta administração reportadas nos Relatórios da Administração das companhias e da utilização de índices provenientes da Demonstração dos Fluxos de Caixa para mensuração de desempenho financeiro. Inicialmente, apresenta-se o problema da pesquisa, após, os pressupostos, os objetivos, as justificativas e por fim a forma como o trabalho está estruturado.

### 1.1 PROBLEMA DA PESQUISA

Em termos de divulgação de informações não obrigatórias, o RA é um espaço para conversão de dados contábeis em informações mais facilmente compreensíveis pelo público em geral. No Brasil, a exigência do RA, com a Lei 6.404/76, ampliou as informações divulgadas. Por seu caráter descritivo o referido relatório possui grande potencial comunicativo, pois possibilita à alta administração das empresas esclarecer práticas aos investidores. Para Hendriksen e Van Breda (1999), o poder de comunicação do RA está atrelado à apresentação de atos praticados e expectativas sobre o reflexo das ações dos gestores na condução atual e futura do negócio.

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

O desempenho financeiro, divulgado por meio da Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC), proporciona aos usuários uma base para avaliar a capacidade de a entidade gerar caixa e equivalentes de caixa futuros e proporciona informações dos

ativos líquidos e estrutura financeira da empresa (liquidez e solvência), entre outros (CPC, 2010). Assim, os fluxos de caixa de entrada e saída das companhias são vistos como elementos potenciais na avaliação do desempenho e para os investidores que os utilizam na tomada de decisões. Braga e Marques (2001) propuseram diversos índices para avaliar o desempenho financeiro com base na DFC. Assim, esses índices consubstanciam-se no objeto de associação do desempenho financeiro ao otimismo contido na mensagem da alta administração.

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

Assim, pretende-se responder à seguinte questão de pesquisa: **qual a relação entre o otimismo presente na mensagem da administração contida nos Relatórios de Administração e o desempenho financeiro das empresas ganhadoras do Prêmio Anefac-Fipecafi-Serasa Experian 2011?** Como contribuição, o estudo possibilitará que os stakeholders compreendam o uso da linguagem nos relatórios e os resultados poderão servir como base para melhorias na confiabilidade das informações divulgadas.

## 1.2 PRESSUPOSTOS DA PESQUISA

Os pressupostos que norteiam a pesquisa são:

- A evidenciação contábil auxilia os usuários a conhecerem a capacidade da companhia gerar futuros fluxos de caixa;
- O RA, elaborado de forma descritiva, objetiva fornecer conteúdo adicional, mais acessível, para subsidiar julgamentos prospectivos, principalmente quando se reportam informações técnicas. Nesse sentido, a transparência do RA tem importância considerável, pois os materiais textuais narrativos podem influenciar os investidores e os analistas financeiros (YUTHAS; ROGERS; DILLARD, 2002);

- Mensagens mais transparentes detêm maior qualidade comunicativa e ajudam na construção das percepções dos usuários que nem sempre possuem razoável diligência para interpretar as sintaxes utilizadas pela contabilidade; e
- Índices extraídos da DFC constituem uma métrica melhor para avaliar desempenho financeiro do que índices extraídos da Demonstração do Resultado (DRE), pois os fluxos de caixa operacionais são menos sujeitos às distorções decorrentes das apropriações voluntárias possibilitadas pelo Regime de Competência.

### 1.3 OBJETIVOS DO ESTUDO

Esta seção apresenta primeiramente o objetivo geral do trabalho e em seguida objetivos específicos, os quais consistem em etapas para que se atinja o objetivo geral.

#### 1.3.1 Objetivo Geral

Verificar a associação entre o grau de otimismo da mensagem da alta administração e o desempenho reportado em índices financeiros das empresas ganhadoras do Prêmio Anefac-Fipecafi-Serasa Experian 2011.

#### 1.3.2 Objetivos Específicos

- Selecionar os RAs das empresas ganhadoras do Prêmio Anefac-Fipecafi-Serasa Experian 2011 que possuem mensagens escritas por membros da alta administração;

- Criar um instrumento de análise de discurso para avaliação do otimismo percebido nas mensagens da alta administração contidas nos RAs selecionados;
- Avaliar o grau de otimismo das mensagens por meio do instrumento de análise de discurso criado;
- Coletar as Demonstrações dos Fluxos de Caixa das empresas ganhadoras do Prêmio Anefac-Fipecafi-Serasa Experian 2011 que foram mantidas na amostra após a seleção dos RAs; e
- Analisar os indicadores de desempenho financeiro por meio dos dados disponíveis nas DFCs coletadas.

#### 1.4 JUSTIFICATIVA DO ESTUDO

Shillinglaw e Meyer (1986) ressaltam o resultado contábil como parâmetro para mensuração do desempenho operacional, o qual se baseia na contabilidade por regime de competência, adotando-se procedimentos de reconhecimento do lucro. Ainda nessa linha, Golub e Huffman (1984) reconhecem que existe grande tradição em dar destaque a informações sobre os lucros ao invés de informações que sejam ligadas de maneira mais direta aos fluxos de caixa para avaliação de capacidade de geração de fluxos de caixa futuros. Dessa forma, sendo utilizado em diversas pesquisas, entende-se o lucro como base central de mensuração de desempenho.

Entretanto, nem todos os eventos que interferem na liquidez da empresa, ou seja, em seu potencial de honrar obrigações com caixa e equivalentes-caixa, têm seus efeitos divulgados na Demonstração de Resultado. Além disso, os procedimentos evidenciados até que se chegue ao lucro não refletem a totalidade dos fluxos de recursos dentro e fora da empresa num certo período (SHILLINGLAW e MEYER, 1986).

Stickney e Weil (2001) complementam afirmando que empresas podem falir por não serem capazes de gerar caixa suficiente para cobrir seus custos operacionais, de serviço da dívida e de investimento. Citam que no início da década de 90 empresas como a Boston Market, a Montgomery Ward e a United Press

International requereram falência apesar de gerarem lucros na maior parte dos anos anteriores a esse período.

Barth, Cram e Nelson (2001, p. 30), tomando como base o modelo de Dechow, Kothari e Watts (1998), o qual utiliza o fluxo de caixa operacional na previsão da capacidade de geração de lucro, argumentam que “a previsão de fluxo de caixa é fundamental para determinar o valor da empresa refletido nos preços das ações”. Têm-se, portanto, a implicação prática da análise do desempenho financeiro baseada nos fluxos de caixa operacionais, principalmente para os investidores. Portanto, é relevante tomar a Demonstração dos Fluxos de Caixa como basilar para análises de viabilidade financeira, sendo que a econômica é melhor captada por indicadores ligados ao lucro.

Além disso, optou-se por focar nos indicadores de desempenho financeiro decorrentes da Demonstração dos Fluxos de Caixa e sugeridos por Braga e Marques (2001), os quais se baseiam principalmente no fluxo de caixa operacional, pois para Bernstein (1993) *apud* Sloan (1996, p. 291), “o fluxo de caixa operacional como medida de desempenho é menos sujeito à distorção do que é a figura do lucro líquido”.

Segundo Yuthas, Rogers e Dillard (2002), relatórios narrativos, como é o caso do Relatório da Administração, apesar de receberem pouca atenção em estudos relacionados à comunicação, de fato influenciam analistas financeiros. Sendo assim, há relevância no estudo desse relatório devido ao fato de que a administração, de acordo com o Fasb *apud* Hendriksen e Van Breda (1999), é quem mais conhece a empresa e suas atividades, superando o saber específico dos investidores, credores e outras pessoas externas à empresa. Complementam ainda que a administração, por meio do Relatório da Administração, é capaz de maximizar a utilidade de informações financeiras identificando determinadas transações, eventos e circunstâncias de maior impacto na empresa, esclarecendo aos usuários da informação contábil seu impacto financeiro.

Quanto à conveniência para relacionar o desempenho financeiro com o otimismo evidenciado nos Relatórios da Administração, cita-se a pesquisa de Boo e Simnett (2002), que objetivou verificar se os relatórios das empresas que apresentavam maior quantidade de frases otimistas tinham maior tendência à falência. Os autores revelaram resultados desfavoráveis às empresas que omitem informações em seus relatórios. Além deles, pode-se citar Darrough e Stoughton

(1990) *apud* Boo e Simnett (2002), que tratam da teoria da seletividade de *disclosure* em contextos de dificuldades financeiras.

Em decorrência do exposto, emerge a relevância desta pesquisa ao relacionar *disclosure* de informações otimistas contidas nas mensagens da administração com o desempenho financeiro das companhias ganhadoras do Prêmio Anefac-Fipecafi-Serasa Experian 2011.

## 1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO

A monografia está dividida em cinco capítulos. No primeiro apresenta-se a introdução ao estudo, a qual abrange breve contextualização, o problema da pesquisa, pressupostos norteadores, os objetivos geral e específicos e, por fim, a justificativa e a estrutura do trabalho.

O segundo capítulo aborda o referencial teórico. Dividido em duas seções, inicialmente apresenta-se aspectos centrais da literatura em relação ao otimismo presente nos RAs e, em seguida, trata-se de índices financeiros desenvolvidos essencialmente a partir de dados extraídos de DFCs.

O terceiro capítulo explicita a metodologia da pesquisa. Considerando a construção de um instrumento de análise de discurso, a metodologia não engloba apenas os procedimentos de coleta de dados textuais nos RAs, mas também os passos de avaliação do otimismo percebido nas mensagens da alta administração. Além disso, este capítulo esclarece como se desenvolveu a coleta de dados para cálculo dos índices financeiros provenientes da DFC.

No quarto capítulo descrevem-se e analisam-se os resultados do estudo. Primeiramente explora-se a análise de discurso otimista realizada, com exemplos de períodos gramaticais otimistas. Na sequência trata-se da validação do instrumento de avaliação do otimismo por meio do *Alpha de Cronbach*, bem como dos valores dos graus de otimismo das mensagens. Em seguida explicitam-se os valores dos índices financeiros calculados. Após, evidencia-se qual a associação entre os graus de otimismo e os índices financeiros. No quinto capítulo apresentam-se as conclusões, que abrangem as limitações do trabalho e principais contribuições para posteriores investigações científicas.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

O referencial teórico está dividido em duas seções. A primeira trata do RA como possuidor de vieses, sendo o otimismo dos gestores o enfoque principal. Além disso, aborda resultados de estudos já realizados sobre este tema. A segunda seção apresenta índices financeiros desenvolvidos para avaliação de desempenho, segregados em quatro principais grupos de análise e baseados fundamentalmente na DFC.

### 2.1 OTIMISMO NOS RELATÓRIOS DA ADMINISTRAÇÃO

A relevância do RA para os investidores e outros usuários potenciais é ressaltado nas pesquisas de Bryan (1997), Boo e Simnett (2002), Yuthas, Rogers e Dillard (2002) e Silva *et al.* (2006). Todavia o teor do RA é relatado como sendo permeado por algum tipo de viés, o que diminui seu poder informacional. Segundo Colauto e Marques (2010), a ausência de viés minimizaria os riscos inerentes às ações oportunistas dos administradores, o que reforça a necessidade de informações contábeis confiáveis, fidedignas, verificáveis e neutras, em conformidade com a Estrutura Conceitual Básica para Elaboração e Apresentação das Demonstrações Contábeis, emitida pelo CPC.

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

Yuthas, Rogers e Dillard (2002) investigaram as características éticas do discurso encontrado nos relatórios anuais das companhias que utilizam princípios de

ação comunicativa. Os resultados revelaram que as companhias que esperam tanto boas quanto más surpresas relativas a seus ganhos exibem um nível maior de ação comunicativa do que as companhias que não esperam maiores surpresas. Esses achados sugerem que as companhias que antecipam surpresas relacionadas a seus ganhos aproveitam-se da parte narrativa dos relatórios anuais tanto para comunicação de informações sobre a veracidade e confiabilidade da administração quanto para informar a posição financeira e o desempenho da companhia.

Silva *et al.* (2006) verificaram a associação entre o desempenho e informações otimistas relatadas nos RAs de companhias brasileiras de capital aberto. O estudo envolveu 448 companhias e as mensagens foram classificadas em otimistas, pessimistas e neutras. As conclusões são de que a maior parte do conteúdo dos RAs é otimista e que há relação direta entre o endividamento e o otimismo e relação inversa entre a receita e o otimismo, além de que o grau de otimismo é consequência do desempenho atual da companhia.

De acordo com Pava e Epstein (1993), os profissionais que elaboram as previsões empresariais tendem a ser excessivamente otimistas. Os administradores das companhias costumam antecipar mais informações consideradas boas do que as más, além de culpar o ambiente por más notícias, atribuindo a si os méritos pelas boas notícias. Este otimismo prejudica as características qualitativas da informação contábil, constituindo-se em um tipo de viés informacional. Para Ferreira (2008), o otimismo consiste em uma sistemática de julgamento dos acontecimentos da melhor maneira possível, entendendo que tudo vai bem. Logo, dadas as características do RA, este poderia ser considerado uma ferramenta de marketing da companhia (YUTHAS; ROGERS; DILLARD, 2002).

Além disso, como não há padrão de elaboração do RA, este costuma conter temas de grande interesse aos investidores, o que pode motivar os gestores a manipular o seu conteúdo para divulgar notícias que ajudam a melhorar a imagem da empresa e as expectativas em relação ao retorno dos investimentos. Dessa forma, este aspecto pode comprometer as características qualitativas essenciais à informação contábil.

## 2.2 ÍNDICES FINANCEIROS BASEADOS NA DFC

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

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

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

**Quadro 1 – Índices para análise de viabilidade financeira**

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

Fonte: adaptado de Braga e Marques (2001).

Esses índices podem auxiliar analistas, credores e demais *stakeholders* na previsão de fluxos futuros de caixa e mensuração do desempenho dos fluxos correntes, constituindo-se em instrumento de acompanhamento do desempenho financeiro. Os índices estão alinhados aos objetivos da DFC reportados no SFAS 95 (*Financial Accounting Standards Board*, 1987), definidos como: (a) avaliar a capacidade do negócio em gerar fluxos de caixa líquidos futuros positivos (relação com os Retornos do Fluxo de Caixa); (b) avaliar a capacidade do empreendimento em cumprir suas obrigações, sua capacidade de pagar dividendos e suas necessidades por financiamento externo (Quocientes de Cobertura de Caixa); (c) avaliar as razões para as diferenças entre o resultado líquido e os recebimentos e pagamentos de caixa associados (Quocientes de Qualidade do Resultado); e (d) avaliar os efeitos sobre a posição financeira do negócio de suas transações de financiamento e investimento de caixa e as que não afetam o caixa durante o período (Quocientes de Dispendio de Capital).

Os Quocientes de Cobertura de Caixa viabilizam a avaliação da liquidez do empreendimento. O índice de cobertura de juros com caixa revela o número de períodos que as saídas de caixa pelos juros são cobertas pelo FCO, excluindo destes os juros pagos, imposto de renda e contribuição social. O índice de cobertura de dívidas com caixa considera no cálculo o fluxo de caixa não distribuído, pois este expressa o FCO e disponível para reinvestimento. Esse índice sinaliza o período de tempo necessário para livrar a companhia de suas obrigações utilizando FCO retido para pagamento das obrigações. O índice de cobertura de dividendos com caixa permite avaliar a habilidade da companhia em pagar os dividendos, com base no FCO (BRAGA e MARQUES, 2001).

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

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

Quanto aos Quocientes de Qualidade do Resultado, o índice de qualidade das vendas expressa a proporção das receitas de vendas convertidas em dinheiro

no exercício, com a limitação de que as companhias abertas não divulgam o caixa exato das vendas, sendo necessária a utilização de *proxies*. Alternativamente pode-se utilizar os índices de qualidade do resultado e qualidade do resultado (2), que buscam indicar a dispersão entre os fluxos de caixa e os lucros divulgados (BRAGA e MARQUES, 2001).

### 3 METODOLOGIA DA PESQUISA

O estudo utiliza a abordagem empírico-analítica, com dados levantados em demonstrações contábeis e análise linguística. Quanto aos objetivos, a pesquisa é exploratória, pois busca validar um instrumento inédito de mensuração de otimismo; e descritiva, pois preocupa-se em observar os fatos, registrá-los, analisá-los, classificá-los e interpretá-los; sem interferência do pesquisador. Quanto à abordagem do problema, o estudo é qualitativo, pois analisa-se o teor das mensagens contidas nos RAs à luz da interpretação linguística e quantitativo, pois verifica a associação entre otimismo contido nas mensagens da alta administração e o desempenho financeiro das empresas.

Os dados de 2010 foram obtidos no *site* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), nas demonstrações contábeis das empresas vencedoras do Troféu Transparência ANEFAC 2011 (referente às práticas de 2010) e no *software* Economática®. Para fazer associação entre os índices e o grau de otimismo, utilizou-se a mensagem narrativa da alta administração presente nos RAs.

A empresa vencedora do Troféu Transparência ANEFAC 2011 na categoria Capital Aberto, com faturamento acima de R\$ 8 bilhões, foi a Embraer. Destacaram-se ainda Companhia Siderúrgica Nacional (CSN), CPFL Energia, CEMIG, Gerdau, Brasil Telecom, Petrobras, Souza Cruz, Usiminas e Vale. Na categoria Capital Aberto com faturamento abaixo de R\$ 8 bilhões por ano, a vencedora foi a Tractebel Energia, com destaque para as companhias Alpargatas, BM&FBovespa, Localiza e Marfrig Group.

Foram desconsideradas todas as companhias da categoria Capital Fechado, em função do acesso restrito às informações contábeis, e as companhias da categoria Capital Aberto cujos Relatórios da Administração não possuíam uma seção específica para a mensagem da presidência ou da alta administração. A eliminação dessas empresas deve-se ao fato de que as mensagens diluídas ao longo dos RAs prejudicaram a identificação semântica do grau de otimismo.

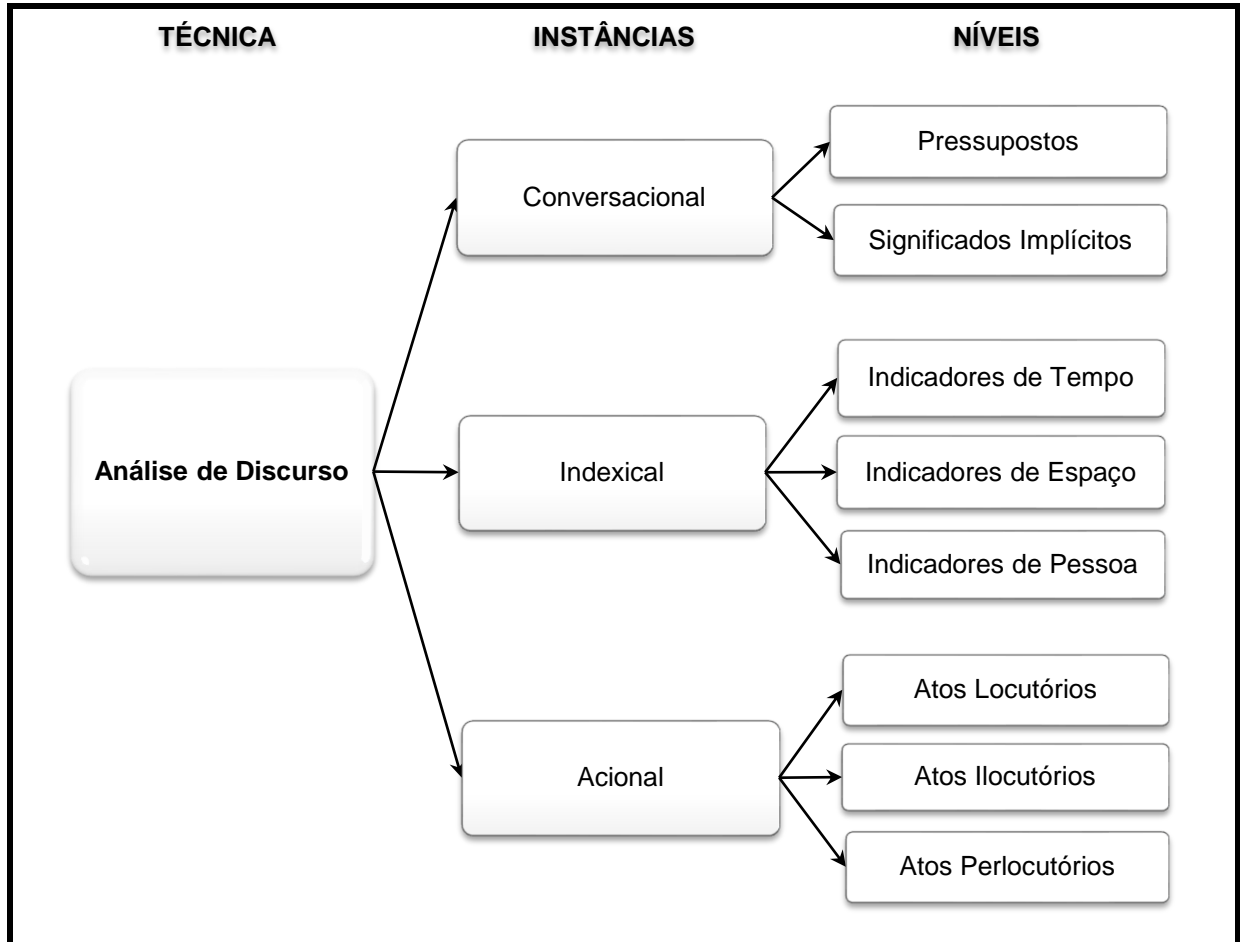
Com isso, a amostra final foi composta pelas empresas Embraer, Companhia Siderúrgica Nacional (CSN), CEMIG, Brasil Telecom (OI), Petrobras, Souza Cruz, Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais (USIMINAS), Tractebel Energia, Localiza e Marfrig Group.

### 3.1 COLETA DE DADOS PARA CÁLCULO DOS GRAUS DE OTIMISMO

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

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

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



**Figura 1** – Metodologia da análise do discurso

Fonte: elaborado a partir de Manhães (2008).

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

Moura (2000) diz que o pressuposto é a mensagem que é deduzida pelos interlocutores com base no conhecimento compartilhado por eles, consagrados pelos grupos sociais, ou seja, leva em consideração a mensagem compreendida pelo interlocutor *a priori*. Trata-se de uma memória coletiva geral do grupo. O significado implícito é subentendido pelo interlocutor a partir do que é dito por meio de expressões consagradas pela memória coletiva (RODRIGUES, 1995). Em outras palavras, são instrumentos que viabilizam a interação, também consagrados por

certo grupo social. A mensagem é compreendida pelo interlocutor a *posteriori*, pois tais elementos constituem significação em situações específicas.

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

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

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

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

### 3.2 AVALIAÇÃO DO OTIMISMO NAS MENSAGENS DA ALTA ADMINISTRAÇÃO

Para quantificar o otimismo, optou-se por atribuir um valor numérico ponderado às mensagens contidas nos RAs em suas menores unidades de análise (níveis). Utilizou-se uma escala adaptada do tipo *Likert* para pontuar os níveis quanto ao grau de otimismo: Neutro (atribuiu-se valor 0), Fraco (0,33), Semiforte (0,66) ou Forte (1). Em seguida, calculou-se a média aritmética simples dos conjuntos de níveis para obtenção do grau de otimismo de cada instância linguística. Depois, obteve-se o Grau de Otimismo Total da mensagem por meio da média das três instâncias de análise do discurso.

Em resumo, realizaram-se os seguintes passos: (1) leitura da mensagem, detalhando-a em níveis: pressupostos, significados implícitos (conversacional), indicadores de pessoa, tempo e espaço (indexical), atos locutórios, ilocutórios e perlocutórios (acional); (2) atribuição de pesos iguais para cada nível; (3) atribuição do grau de otimismo para cada nível que, pela média, geraram o grau de otimismo das instâncias; (4) com a média dos graus de otimismo das instâncias, obtenção do grau de otimismo da mensagem, (5) apresentação do resultado da análise da mensagem toda como neutra (0), de otimismo fraco (0 a 0,33), semiforte (0,33 a 0,66) ou forte (0,66 a 1).

A cada classificação do otimismo de cada nível, a mensagem foi relida com enfoque específico. Por exemplo, a mensagem foi lida com enfoque nos indicadores de pessoa para classificar este nível como de otimismo neutro, fraco, semiforte ou forte. O mesmo foi feito com os demais níveis de análise linguística.

### 3.3 COLETA DE DADOS PARA CÁLCULO DOS ÍNDICES FINANCEIROS

Os dados foram coletados no *site* da CVM e no *software* Economática®, conforme apresentados no Quadro 2.

**Quadro 2** – Fontes de coleta de dados para cálculo dos índices financeiros

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

Fonte: elaborado pelo autor.

No Quadro 2 apresentam-se as fontes para coleta dos dados necessários para o cálculo dos índices. Algumas companhias não divulgaram os juros pagos (JP) em Notas Explicativas (NE), sendo necessária a utilização de uma *proxy* formada pelos juros evidenciados na Demonstração do Valor Adicionado em conjunto com os Juros a Pagar inicial e final do Balanço Patrimonial (BP) ou Juros Não Pagos evidenciados na DFC indireta. Para cálculo do Imposto de Renda e Contribuição Social pagos (IP) utilizou-se uma *proxy* constituída pelos valores de tais tributos extraídos da Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) e os valores a pagar inicial e final destes, extraídos do BP. Para o Caixa das Vendas, utilizou-se a conta Clientes inicial e final extraída do BP e o item Receita de Vendas extraído da DRE.

No caso das companhias que não possuíam ações preferenciais, bastou verificar a quantidade total de ações coletadas no *software* Economática®. Para as demais, buscou-se nas NEs as quantidades de ações ordinárias em 31 de dezembro de 2010. Quanto aos dividendos preferenciais, verificou-se ao final da DRE o lucro por ação preferencial e, após coleta nas NEs das quantidades de ações

preferenciais, obteve-se os dividendos pagos aos acionistas preferenciais pela multiplicação destes valores. Quanto às demais variáveis, foi possível coletá-las diretamente conforme fonte de dados referenciada no Quadro 2. Após a coleta das variáveis, bastou utilizar o Quadro 1 para cálculo dos índices.

## 4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Neste capítulo apresentam-se e analisam-se os dados obtidos por meio da pesquisa. Inicialmente exploram-se os valores dos graus de otimismo atribuídos às mensagens da alta administração. Após, trata-se dos índices financeiros calculados para as empresas da amostra. Finalmente, é abordada a associação entre os graus de otimismo e os valores dos índices financeiros isolados, além da associação entre os graus de otimismo e os índices financeiros agrupados de acordo com categorias indicadas na teoria.

### 4.1 OTIMISMO PERCEBIDO NAS MENSAGENS DA ALTA ADMINISTRAÇÃO

O grau de otimismo foi calculado por meio de uma metodologia baseada em análise de discurso, segregando as mensagens em níveis que formam instâncias linguísticas. Para melhor visualização da operacionalização desta metodologia apresenta-se no Quadro 3 exemplos resultantes da análise do teor linguístico das mensagens.

**Quadro 3** – Aspectos chave observados por nível e exemplos

Níveis para Classificação do Otimismo	Exemplos	Aspectos Chave para Classificação
<b>Pressupostos</b>		
Períodos Neutros	Ausência de otimismo nas mensagens com esse aspecto.	Memória coletiva geral do grupo social, compreendida a priori pelo interlocutor.
Otimismo Fraco	“objetivo de melhorar nosso posicionamento no segmento pós-pago”. – Oi.	
Otimismo Semiforte	Não houve.	
Otimismo Forte	“Cumprimos e até superamos plenamente a maior parte de nossos objetivos empresariais, metas operacionais, desempenho econômico financeiro”. – Embraer.	
<b>Significados Implícitos</b>		
Períodos Neutros	Ausência de otimismo nas mensagens com esse aspecto.	

Otimismo Fraco	“foi aprovada a Política de Biodiversidade da Cemig, elaborada com a participação de vários segmentos da sociedade”. – Cemig.	Expressões consagradas pelo grupo social, notadas a <i>posteriori</i> pelo interlocutor, por ser aplicável a situações específicas.
Otimismo Semiforte	“consolidou o movimento iniciado no ano anterior de reunir as atividades de transformação de aço (...), que nasce com mais de 20% de participação no mercado e capacidade de processar mais de 2 milhões de toneladas”. – Usiminas.	
Otimismo Forte	“A Localiza adota os mais elevados padrões de governança corporativa. (...) o modelo próprio de gestão dos ativos, (...) e a adoção do sistema de planejamento e execução, com base na meritocracia, nos deixam mais competitivos e preparados para o crescimento contínuo”. – Localiza.	
<b>Indicadores de Pessoa</b>		
Períodos Neutros	Ausência de otimismo nas mensagens com esse aspecto.	“A empresa”, “eu”, “nós”, “os colaboradores”, “os gestores”, etc.
Otimismo Fraco	“O desempenho da Usiminas foi marcado por mudanças operacionais e de gestão, colocadas em prática com agilidade para fazer frente às transformações (...) de mercado”. – Usiminas.	
Otimismo Semiforte	“a Companhia domina toda a cadeia produtiva de aço. (...) entre as companhias mais competitivas e rentáveis do mundo”. – CSN.	
Otimismo Forte	“nossas competências centrais (...) que permitirão (...) conquistar novos clientes e mercados. Encaramos o futuro com otimismo e determinação (...)”. – Embraer.	
<b>Indicadores de Espaço</b>		
Períodos Neutros	Ausência de otimismo nas mensagens com esse aspecto.	Expressões como “a nível global”, “no mundo”, “no Brasil”, países, estados ou regiões de atuação da companhia.
Otimismo Fraco	“representando uma melhor prestação de serviços para a população do Estado de Minas Gerais”. – Cemig.	
Otimismo Semiforte	Não houve.	
Otimismo Forte	“que consolidou a estratégia da Companhia em transformar-se em uma empresa global de alimentos baseada em proteínas animais. (...) presença local notadamente na China”. – Marfrig.	
<b>Indicadores de Tempo</b>		
Períodos Neutros	Ausência de otimismo nas mensagens com esse aspecto.	Indicações de eventos em determinado ano, eventos em vários
Otimismo Fraco	“No segmento tabaco, maximizamos os resultados através da contínua melhoria da qualidade de nosso fumo e gestão financeira eficaz, em que pese a forte valorização do real em 2010”. – Souza Cruz.	

Otimismo Semiforte	“esses investimentos já se refletiram na melhoria dos indicadores de qualidade e atendimento da Cemig Distribuição em 2010”. – Cemig.	anos de forma contínua, crescente ou decrescente ao longo do tempo. Passado, presente ou futuro.
Otimismo Forte	“a Embraer foi a empresa que mais se destacou no mercado em 2010, tendo entregue 145 jatos no ano, um incremento de 26 aeronaves em relação a 2009, o maior em termos absolutos entre todos os fabricantes”. – Embraer.	
<b>Atos Locutórios</b>		
Períodos Neutros	Ausência de otimismo nas mensagens com esse aspecto.	Intenção genérica expressada pelo locutor, que faz sentido em qualquer situação.
Otimismo Fraco	“A Souza Cruz tem implementado ações que demonstram sua responsabilidade e preocupação com o meio ambiente”. – Souza Cruz.	
Otimismo Semiforte	“A orientação estratégica da CSN para a excelência operacional e integração permitiu que apresentássemos robustos resultados financeiros e operacionais”. – CSN.	
Otimismo Forte	“Busca contínua do aprimoramento da gestão nas esferas econômico-financeira, social e ambiental, a fim de ampliar a permanente geração de valor a todos os públicos com quem nos relacionamos”. – Tractebel.	
<b>Atos Illocutórios</b>		
Períodos Neutros	Ausência de otimismo nas mensagens com esse aspecto.	Intenção expressada pelo locutor em uma situação social, em certo contexto.
Otimismo Fraco	“Com a mudança estrutural do mercado siderúrgico, em âmbitos nacional e internacional, a Usiminas reviu suas estratégias (...), manteve-se focada na redução de custos, na integração e na verticalização produtivas”. – Usiminas.	
Otimismo Semiforte	“A Divisão de Aluguel de Carros tem crescido a uma média de 26% nos últimos anos, ou seja, tem dobrado de tamanho a cada 3 anos. Temos acompanhado o crescimento do volume de passageiros nos aeroportos, bem como ampliado nossa participação no mercado fora dos aeroportos”. – Localiza.	
Otimismo Forte	“Os excelentes resultados obtidos em 2010 comprovam o acerto do direcionamento estratégico da Petrobras. No ano, foram investidos R\$ 76,4 bilhões, 8% a mais do que em 2009. Os investimentos destinaram-se principalmente ao aumento da produção de petróleo e gás natural, à melhoria e ampliação do parque de refino, à contratação de novas embarcações para o transporte de seus produtos e à conclusão de obras da malha de dutos	

	que interliga todos os grandes mercados do Brasil". – Petrobras.	
<b>Atos Perlocutórios</b>		
Períodos Neutros	Ausência de otimismo nas mensagens com esse aspecto.	Performance de convencimento da fala do locutor.
Otimismo Fraco	"É a integração dos esforços de todos que faz da Cemig a melhor energia do Brasil". – Cemig.	
Otimismo Semiforte	"A Tractebel Energia busca atuar também como multiplicadora das melhores práticas e disseminar a cultura e o valor da sustentabilidade a todos os seus públicos. Lançamos em 2010 a Política de Gestão Sustentável (...)". – Tractebel.	
Otimismo Forte	"A empresa é orientada para o atendimento às necessidades em produtos e serviços para seus clientes e focada principalmente no crescimento sustentável da receita de produtos elaborados e processados com base em proteína animal, tendo sido reconhecida em 2010 pela Revista Exame como a Melhor Empresa do Agronegócio Brasileiro e pela Revista Isto É Dinheiro como a Melhor Empresa em Sustentabilidade Financeira, além de outras distinções". – Marfrig.	

Fonte: elaborado pelo autor.

Os exemplos do Quadro 3 sintetizam o que foi considerado como mensagem de otimismo fraco, semiforte ou forte. As mensagens foram classificadas como neutras quando da ausência de otimismo no discurso relativo aos aspectos chaves, os quais exprimem a idéia central necessária para análise do teor das mensagens quanto a cada nível.

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

Segundo Malhotra (2001) o *Alpha* de *Cronbach* é um indicador consistente para análise da confiabilidade de uma escala, sendo aceitáveis valores de corte iguais ou superiores a 0,60. Para Hair *et al.* (1998), valores de *Alpha* iguais ou acima

de 0,70 são aceitáveis e valores inferiores a 0,70 podem ser aceitos em pesquisas exploratórias.

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

**Tabela 1 – Graus de Otimismo**

<b>Empresa</b>	<b>Instância Conversacional</b>	<b>Instância Indexical</b>	<b>Instância Acional</b>	<b>Grau de Otimismo total</b>	<b>Status em relação ao grau de otimismo total</b>
Embraer	0,83	1,00	0,88	0,9074	Otimismo Forte
Marfrig	1,00	1,00	1,00	1,0000	Otimismo Forte
Cemig	0,66	0,66	0,44	0,5925	Otimismo Semiforte
Oi	0,50	0,77	0,33	0,5370	Otimismo Semiforte
Usiminas	0,83	0,77	0,55	0,7222	Otimismo Forte
Petrobras	0,83	1,00	1,00	0,9444	Otimismo Forte
Tractebel	0,83	1,00	0,77	0,8703	Otimismo Forte
Localiza	1,00	0,77	0,55	0,7777	Otimismo Forte
Souza Cruz	1,00	0,22	0,33	0,5185	Otimismo Semiforte
CSN	1,00	0,44	0,77	0,7407	Otimismo Forte

Fonte: elaborado pelo autor.

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

## 4.2 VALORES DOS ÍNDICES FINANCEIROS DAS EMPRESAS

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

**Tabela 2 – Índices de Cobertura de Caixa e Índices de Dispêndio de Capital**

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

Fonte: elaborado pelo autor.

O alto índice de cobertura de dividendos com caixa da empresa Oi decorre-se do baixo valor de dividendos pagos em 2010 e os constantes índices negativos da Localiza devem-se ao seu FCO negativo em 2010.

As empresas Petrobras, Oi e Embraer apresentam o melhor desempenho quanto aos índices de Cobertura de Caixa, o que sinaliza que seus FCOs cobrem com folgas seus juros, dívidas ou dividendos distribuídos. Em contrapartida, as companhias Localiza, Marfrig Group e CSN apresentam o pior desempenho financeiro nesta categoria de análise. Quanto aos índices de Dispêndio de Capital,

apresentam maiores valores as companhias Oi, CEMIG e Souza Cruz, enquanto Localiza, Marfrig Group e Petrobras apresentam os menores índices.

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

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

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

Fonte: elaborado pelo autor.

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

#### 4.3 ASSOCIAÇÃO ENTRE GRAUS DE OTIMISMO E ÍNDICES FINANCEIROS

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

**Tabela 4** – Resultados das Primeiras Correlações de *Spearman*

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

Fonte: elaborado pelo autor.

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

A segunda tentativa de verificação de associação se deu de forma distinta. Foram atribuídos postos para as companhias por grupo de índices. À empresa com melhor desempenho geral nos 3 índices de Cobertura de Caixa foi atribuído valor 10, à segunda melhor 9 e assim por diante. O mesmo foi feito com os outros três grupos de índices. Em seguida, relacionou-se o desempenho financeiro por grupo de índices ao grau de otimismo, sendo realizadas novas correlações de *Spearman*, com os resultados apresentados na Tabela 5.

**Tabela 5 – Resultados das Correlações de *Spearman* Finais**

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

Fonte: elaborado pelo autor.

Os resultados revelam forte correlação negativa entre os índices de Retorno de Fluxo de Caixa com o Grau de Otimismo, na ordem de -64,8%; e forte correlação negativa também entre os Quocientes de Dispêndio de Capital com o Grau de Otimismo, cerca de -68,5%; ambos a níveis de significância abaixo de 0,05. Entende-se que o otimismo observado nas mensagens da alta administração das companhias abertas consideradas transparentes, sob a perspectiva linguística, guarda relação com o desempenho financeiro expressado por dois grupos de índices extraídos da DFC, talvez aqueles que de fato ressaltam aos olhos dos acionistas, constituindo-se nas informações financeiras de seu interesse. Assim, os Retornos do Fluxo de Caixa, bem como os Quocientes de Dispêndio de Capital guardam relação inversa com o otimismo evidenciado.

## 5 CONCLUSÕES

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

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

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

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

termos de otimismo, apesar da evidenciação de ao menos algum otimismo em todas as mensagens, conforme reflexo nos graus de otimismo calculados.

A limitação principal do estudo consiste no tamanho da amostra. Devido à profundidade da análise linguística realizada nas mensagens da alta administração, a qual demanda bastante tempo, além do menor número de companhias que evidenciam a mensagem da alta administração à parte em seus RAs, a amostra contou apenas com 10 empresas, inviabilizando regressões.

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

## REFERÊNCIAS

- ANEFAC – ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS EXECUTIVOS DE FINANÇAS, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE. **Sobre o prêmio**. Disponível em: <<http://www.anefac.com.br/transparencia/2011/premio.html>>. Acesso em: 09 de novembro de 2011.
- BARDIN, L. **Análise de conteúdo**. Lisboa: Edições 70, 1977.
- BARTH, M. E.; CRAM, D. P.; NELSON, K. K. *Accruals and the prediction of future cash flows*, **The Accounting Review**, v. 76, n. 1, p. 27-58. 2001.
- BERNSTEIN, L. **Financial Statement Analysis**. 5. ed. Homewood: Irwin, 1993.
- BOO, E.; SIMNETT, R. *The information content of management's prospective comments in financially distressed companies: a note*, **Abacus**, v. 38, n. 2, p. 280-295. 2002.
- BRAGA, R.; MARQUES, J. A.V.C. Avaliação da liquidez das empresas através da análise da demonstração de fluxos de caixa, **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 14, n. 25, p. 6-23. 2001.
- BRYAN, S. H. *Incremental information content of required disclosures contained in management discussion and analysis*, **The Accounting Review**, v. 72, n. 2, p. 285-301. 1997.
- COLAUTO, R. D.; MARQUES, V. A. Influência do discurso otimista do relatório de administração no valor de mercado de companhias brasileiras, **Revista Contabilidade e Controladoria**, v. 2, n. 1, p. 107-139. 2010.
- CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis. **Pronunciamento Técnico CPC 03 (R2): Demonstração dos Fluxos de Caixa**. 2010. Disponível em: <[http://www.cpc.org.br/pdf/CPC03R2\\_final.pdf](http://www.cpc.org.br/pdf/CPC03R2_final.pdf)>. Acesso em: 25 de dezembro de 2011.
- DECHOW, P.; KOTHARI, S. P.; WATTS, R. L. *The relation between earnings and cash flows*, **Journal of Accounting and Economics**, v. 25, p. 133-168. 1998.
- FERREIRA, A. B. H. **Mini Aurélio: o dicionário da língua portuguesa**. 7. ed. Curitiba: Positivo, 2008.

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

GOLUB, S. J.; HUFFMAN, H. D. *Cash Flow: why it should be stressed in financial reporting*, **Financial Executive**, v. 52, n. 2. Feb. 1984.

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

HAIR, J. F., Jr.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L.; BLACK, W. C. **Multivariate data analysis**. 5. ed. New Jersey: Prentice Hall, 1998.

HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. F. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.

IUDÍCIBUS, S.; MARTINS, E.; GELBCKE, E. R.; SANTOS, A. **Manual de Contabilidade Societária** – aplicável a todas as sociedades. São Paulo: Atlas, 2010.

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

MANHÃES, E. **Análise de Discurso**. In: Duarte, J.; Barros, A. (Org.). Métodos e técnicas de pesquisa em comunicação, v. 1, 2. ed., p. 305-315. São Paulo: Atlas, 2008.

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

MONTEIRO, A. A. S.; MORENO, R. Fluxos de caixa e capital de giro: uma adaptação do modelo de Fleuriet. **Anais do Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração**, São Paulo, SP, Brasil, 27. Set. 2003.

MOURA, H. M. M. **Significação e contexto: uma introdução a questões de semântica e pragmática**. Florianópolis: Insular, 2000.

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. 1993.

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

SHILLINGAW, G.; MEYER, P. E. **Accounting: a management approach**. *Eught edition*, Homewoods, Illions: Irwin, 1986.

SILVA, C. A. T.; RODRIGUES, F. F.; SILVEIRA, M. L.; SILVEIRA, K, J. Relatórios da administração das companhias brasileiras de capital aberto: uma análise qualitativa, **Contexto – Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v. 4, n. 2, p. 7-16. Jul. 2006.

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

STICKNEY, C. P.; WEIL, R. L. **Contabilidade Financeira**. Tradução: SANTOS, J. E. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

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. 2002.